

Verdipapirforetakets sikkerhetsrett

**Verdipapirforetakets rettigheter og plikter etter
verdipapirhandelloven § 11-5**

Kandidatnummer: 257

Veileder: Frede Aas Rognlien

Leveringsfrist: 25.11.2004

Til sammen 16 801 ord

24.11.2004

Innholdsfortegnelse

Pkt. 1.	Innledning	s. 4
Pkt. 1.1.	Emne og innledning	s. 4
Pkt. 1.2.	Avgrensninger	s. 5
Pkt. 2.	Rettslig plassering og kilder	s. 5
Pkt. 2.1.	Historikk	s. 5
Pkt. 2.2.	Børs- og verdipapirretten	s. 6
Pkt. 2.3.	Tilgrensende lovgivning	s. 6
Pkt. 2.4.	Rettskildebildet	s. 7
Pkt. 2.4.1.	Innledning	s. 7
Pkt. 2.4.2.	Lov	s. 7
Pkt. 2.4.3.	Forarbeider	s. 8
Pkt. 2.4.4.	Forskrifter	s. 8
Pkt. 2.4.5.	Rettsavgjørelser	s. 8
Pkt. 2.4.6.	Utenlandsk rett	s. 8
Pkt. 2.4.7.	NFMF – Utenlandsk rett	s. 9
Pkt. 2.4.8.	Litteratur	s. 9
Pkt. 3.	Verdipapirhandel	s. 9
Pkt. 3.1.	Innledning	s. 9
Pkt. 3.2.	Finansielle instrumenter	s. 10
Pkt. 3.3.	Aktørene	s. 13
Pkt. 3.3.1.	Sluttkunder/investorer	s. 13
Pkt. 3.3.2.	Verdipapirforetak	s. 14
Pkt. 3.3.3.	Utstedere	s. 15
Pkt. 3.3.4.	Børsen	s. 15
Pkt. 3.3.5.	Verdipapirsentralen (VPS)	s. 16
Pkt. 3.3.6.	Norges Bank	s. 16
Pkt. 3.4.	Handelsmetoder	s. 16
Pkt. 3.4.1.	Kjøp og salg	s. 16
Pkt. 3.4.2.	Kredittkjøp	s. 16
Pkt. 3.5.	Markedsinndeling og overføringsformer	s. 17
Pkt. 3.6.	Gangen i en aksjehandel	s. 18
Pkt. 4.	Sikkerhetsretten	s. 19

Pkt. 4.1.	Generelt om sikkerhetsretten	s. 19
Pkt. 4.2.	Kjøpende meglers sikkerhetsrett	s. 22
Pkt. 4.2.1.	Transaksjonen kjøpende megler – kjøper	s. 22
Pkt. 4.2.2.	Kjøpende meglers tilbakeholdsrett	s. 22
Pkt. 4.2.2.1.	Innledning	s. 22
Pkt. 4.2.2.2.	Hvem har tilbakeholdsrett?	s. 24
Pkt. 4.2.2.3.	Hva omfatter tilbakeholdsretten?	s. 25
Pkt. 4.2.2.4.	”Krav”	s. 26
Pkt. 4.2.2.5.	Hvilke krav gjelder tilbakeholdsretten for?	s. 28
Pkt. 4.2.2.6.	Hvor lenge er tilbakeholdsretten i behold?	s. 29
Pkt. 5.	Dekningstransaksjoner	s. 31
Pkt. 5.1.	Hva er en dekningstransaksjon?	s. 31
Pkt. 5.2.	Hensynet bak adgangen til dekningstransaksjoner	s. 32
Pkt. 5.3.	Kjøpende meglers rett	s. 32
Pkt. 5.3.1.	Innledning	s. 32
Pkt. 5.3.2.	Krav til manglende betaling	s. 33
Pkt. 5.3.3.	Tidsfristen	s. 34
Pkt. 5.3.4.	Type instrument og dekningsalg	s. 36
Pkt. 5.3.5.	”Krav”	s. 36
Pkt. 5.3.6.	Et rådighetsvilkår?	s. 37
Pkt. 5.3.7.	Kan retten inntre før tre dagers fristen?	s. 39
Pkt. 5.4.	Kjøpende meglers plikt?	s. 40
Pkt. 5.4.1.	Innledning	s. 40
Pkt. 5.4.2.	§ 9-2’s betydning	s. 42
Pkt. 5.4.3.	Før tre dagers fristen?	s. 43
Pkt. 5.4.4.	Finnes en generell tapsbegrensningsplikt?	s. 43
Pkt. 5.5.	Børskurs – rimelig kurs	s. 46
Pkt. 5.6.	Oppgjør etter gjennomført dekningstransaksjon	s. 47
Pkt. 5.7.	Dekningstransaksjon er umulig eller uhensiktsmessig	s. 49
Pkt. 6.	Asal. § 10-12, jfr. § 2-13 og forholdet til vphl. § 11-5	s. 50
Pkt. 7.	Rettspolitiske drøftelser	s. 52
Pkt. 8.	Litteraturliste	s. 54

1. Innledning

1.1. Emne og inndeling

I verdipapirhandel er det et gjensidig bebyrdende avtaleforhold mellom kjøper og kjøpende megler. Kjøper har en plikt til å betale for verdipapirene på oppgjørsdag, og en rett på de aktuelle verdipapirene. Kjøpende megler har motsatt en plikt til å levere verdipapirene, og en rett på betaling.

Som i ethvert gjensidig bebyrdende kontraktsforhold gjelder prinsippet om ytelse mot ytelse, som er hovedregelen i alminnelig kjøpsrett, med mindre noe annet er avtalt. De to partene plikter ikke å gi fra seg sin ytelse, med mindre den annen part oppfyller samtidig.

Tilbakeholdsretten for verdipapirforetaket er hjemlet i verdipapirhandelloven § 11-5 (1).

Kjøper har tilbakeholdsrett i pengene.

Dersom kjøperen ikke betaler, kan verdipapirforetaket selge verdipapirene for å dekke det kravet de har på kjøperen, jfr. verdipapirhandelloven § 11-5 (2).

Oppgavens fremstilling kan hovedsakelig deles i fire. Første hoveddel er generelt om verdipapirhandel; Om hva som regnes som finansielle instrumenter, hvem som er involvert i en verdipapirhandel, de ulike handelstypene, ulike inndelinger av verdipapirmarkedet og om gangen i en verdipapirhandel. Deretter en del hvor verdipapirforetakets sikkerhetsrett behandles; hva tilbakeholdsretten omfatter og hvor lenge den er i behold. Tredje hoveddel er en drøftelse av foretakets rett og plikt til å gjennomføre dekningsalg, herunder når retten inntreffer, hva som kan selges, hvor mye som kan selges, hvor lenge den er i behold, når en eventuell plikt inntreffer, hva hvis foretaket ikke overholder plikten osv. I denne delen behandles også det etterfølgende oppgjøret av en dekningstransaksjon. Siste hoveddel er en vurdering av allmennaksjelovens tvangsalgsbestemmelser ved emisjoner, og om verdipapirhandelloven § 11-5 i enkelte tilfeller kan få anvendelse.

Oppgaven avsluttes med rettspolitiske drøftelser av verdipapirforetakets sikkerhetsrett.

1.2. Avgrensninger

Oppgaven er avgrenset til hovedsakelig å behandle verdipapirhandelloven § 11-5, dvs. kjøpende meglers sikkerhetsrett.

Verdipapirforetakets andre metoder for å sikre seg, som for eksempel ved pant, er utelatt.

2. Rettslig plassering og kilder

2.1. Historikk

Mellommannsfunksjonen, som tar sikte på å knytte kjøpere og selgere sammen, har vært kjent helt siden gresk handel i oldtiden. Den var da mer generell og knyttet til vareomsetning. I middelalderen ble den mer spesialisert bl.a. mot skip, enkelte varer og etter hvert aksjer og forsikringstjenester. De første rettsreglene i Norden fikk man i Danmark-Norge i 1684 ved Mæglerens Artikler i København. Bestemmelsene ble anvendt analogisk i andre kjøpsteder enn København. Meglernes rettigheter og plikter ble regulert av myndighetene, men de ble allikevel gitt en meget privilegert stilling. I 1808 ble reglene fra 1684 avløst av en forordning, som stadfestet den praksis som hadde utviklet seg. Forordningen lå til grunn når den første norske lov om mellommannsvirksomhet ble gitt, lov av 8. september 1818 ang. Mæglerens Ansættelse, deres Pligter og Retigheder. I 1818 fikk man i Norge også den første lov som ga muligheten til å opprette en børs, og dette ble gjort både i Christiania og Trondheim i 1819. Børsene skulle i utgangspunktet sørge for notering av utenlandsk valuta og forestå auksjoner for ulike handelsvarer, skip og skipsparter. Eneretten som ble gitt til meglerne ved lov av 1818 ble opphevet i 1871 ved lov 5. juni 1869 om frigivelse av meglernæringen. Dette førte til en økning i antall meglere og en mer spesialisering. Aksjer og obligasjoner ble først påbegynt børsnoteringer i 1880-årene, og omsetningen var lav i begynnelsen. Etter hvert som det ble et økende behov for kapital i næringslivet ble det imidlertid større aktivitet i markedet. På grunn av den store spekulasjonshandelen under og etter første verdenskrig fikk vi i Norge den midlertidige lov av 14. august 1918 nr. 5 om fonds- og aktiemæglere. Loven ble avløst av verdipapirhandelloven 1985 (vphl. 1985) som igjen ble avløst av verdipapirhandelloven 1997 (vphl.).

2.2. Børs- og verdipapirretten

Verdipapirhandel faller inn under det relativt nye juridiske fagområdet børs- og verdipapirrett. Dette omhandler rettsreglene for børs- og verdipapirmarkedet, markedsplassen for handel med verdipapirer og andre finansielle instrumenter, samt systemene for registrering og oppgjør av handelen. Verdipapirhandelloven er, sammen med børsloven (børsl.) og verdipapirregisterloven (vprl.), den sentrale og generelle lovgivningen om verdipapiromsetning. Dette er i all hovedsak offentligrettslig lovgivning selv om flere av bestemmelsene får direkte virkning mellom de handlende parter. Regelverket er stort sett orientert mot institusjonene i markedet – børsen, verdipapirforetakene, verdipapirsentralen og oppgjørssentralen. Disse blir tillagt bestemte oppgaver, og deres interne kompetanse- og ansvarsforhold blir lovregulert. De egentlige markedsaktørenes rettigheter og plikter, investorenes og utstedernes, er med unntak av enkelte adferdsregler, for eksempel i vphl. kap. 2, definert i forhold til institusjonene. De plikter og rettigheter som gjelder direkte mellom investorer og utstedere blir ofte avtalerettslig regulert, og forholdet dem imellom blir regulert både av alminnelig og spesiell kontraktsrett, samt av selskapsretten. Verdipapirmarkedet kan sies å være en gjennomregulert næring, hvor bla institusjonene er underlagt tilsyn og kontroll fra det offentlige. Grunnet de omstendigheter en verdipapirhandel blir sluttet under, er det også spesielt behov for klarhet og orden. Det skjer raske endringer i markedet, det er ofte betydelig risiko involvert, handlene omfatter store pengebeløp og det fordres særlig kunnskap. Verdipapirhandellovens formål, i henhold til § 1-1, henviser til ”sikker, ordnet og effektiv handel”. Det offentlige utøver sin kontroll på flere måter bl.a. gjennom offentlige tillatelser for mange former for virksomhet og preceptorisk lovgivning som supplerer både institusjonenes og aktørenes mer privatrettslige forhold. Det offentlige er også selv svært viktige ”private” aktører i markedet.

2.3. Tilgrensende lovgivning

Når det gjelder de privatrettslige regler vil den alminnelige kontraktsrett komme til anvendelse også i verdipapirhandel. I første rekke kommer avtaleloven av 1918 (avtl.) og kjøpsloven av 1988 (kjl.) som supplerende rettsstoff, og kan sies å danne et viktig bakgrunnsteppe. Stort sett alle deres bestemmelser får mer eller mindre direkte anvendelse på verdipapirhandel. Selv om de kjøps- og avtalerettslige synspunkter gjennomsyrrer verdipapirhandel, er det lite praksis med hensyn til direkte anvendelse av de mer alminnelige regler.

Det vil være hensiktsmessig å avgrense børsl- og verdipapirretten mot den ”alminnelige aksjeretten”, hvor aksjeloven (asl.) og allmennaksjeloven (asal.) er den sentrale lovgivningen. Det er imidlertid en rekke av bestemmelsene i asl. og asal., herunder om emisjoner og annenhåndsomsetning av aksjer, som naturlig vil falle inn under børsl- og verdipapirretten, se pkt. 6.

Et verdipapirforetak opptrer normalt for andres regning, men i eget navn, og tilfredsstiller dermed definisjonen av en kommisjonær. Ved vedtaket om verdipapirhandeloven av 1985 fikk kommisjonsloven en endring i § 4, da ordet ”verdipapirer” ble fjernet. Hensikten var at verdipapirhandel skulle falle utenom. Det er allikevel forutsatt i forarbeidene til vphl. 1985 at kommisjonslovens §§ 53 flg. om kundens rettighet i kommisjonærens konkursbo skal få analogisk anvendelse dersom et verdipapirforetak blir slått konkurs.

Gjeldsbrevloven (gbl.) inneholder vesentlige regler for omsetning av obligasjoner, spesielt de alminnelige reglene i første kapittel og reglene om omsetningsgjeldsbrev i annet kapittel.

Panteloven (pantel.) har særregler i fjerde kapittel av avtelepant i verdipapirer, finansielle instrumenter registrert i VPS, enkle pengekrav m.m.

Videre vil det være et antall lover, som for eksempel lov om finansiell sikkerhetsstillelse, lov om betalingssystemer, mv., som i ulik grad har direkte og/eller indirekte anvendelse på verdipapirretten.

2.4. Rettskildebildet

2.4.1. Innledning

Verdipapirretten er et forholdsvis nytt rettsområde. Det er relativt få rettsavgjørelser og forholdsvis lite litteratur. For så vidt gjelder verdipapirforetakets sikkerhetsrett kommer dette klart frem, her er det lite materiale å bygge på.

2.4.2. Lov

Som tidligere nevnt er børsl- og verdipapirhandeloven og verdipapirregisterloven den sentrale lovgivningen for verdipapirhandel. Spesielt relevant med henhold til sikkerhetsretten er alminnelige obligasjonsrettslige regler om tilbakeholdsrett, som man bl.a. finner uttrykk for

i kjøpsloven. Oppgavens tema hjemles i vphl. § 11-5, og denne lovteksten vil være det naturlige utgangspunktet for videre resonnement.

2.4.3. Forarbeider

Forarbeiders vekt vil ofte variere sterkt. Hvor pålitelige de er beror ofte på hvilke personer som står bak og hvilke utredningsmetoder som er brukt. I praksis er det en tendens til at de blir tillagt mye vekt. Formålet og meningen med de foreslåtte bestemmelser kommer ofte frem gjennom forarbeidene - en kan oppdage nyanser i teksten og en viser lojalitet ovenfor lovgiver. Som det vil fremgå nedenfor er det lite av oppgavens tema som er behandlet i forarbeidene til vphl. 1985 eller vphl. 1997. Kjøpslovens forarbeider berører temaet i noen grad, og kan antakelig gi en viss veiledning.

2.4.4. Forskrifter

Det er ingen forskrifter som er direkte relevante for verdipapirforetakets sikkerhetsrett.

2.4.5. Rettsavgjørelser

Det er ingen omfattende rettspraksis på verdipapirrettens område. De fleste sakene har tilknytning til vphl. straffesanksjonerte bestemmelser. En liten oppblomstring med henhold til den privatrettslige delen av verdipapirhandel synes å ha kommet den siste tiden, sannsynligvis på grunn av den sterke nedgangen på børsene f.o.m. vinteren/våren 2000. Det er imidlertid noen avgjørelser innen alminnelig kjøpsrett som er relevante.

2.4.6. Utenlandsk rett

Fordi verdipapirhandel er så internasjonalt rettet som den er, er det naturlig at det er gitt betydelige reguleringer i form av EU-direktiver og -forordninger. Gjennom EØS-avtalen er Norge pliktig til å implementere disse, og mye av den reguleringen som er innen verdipapirhandel bygger på EU-rett. Det er ingen EU-rettslige reguleringer som er direkte anvendelige for vurderingen av den norske sikkerhetsretten.

Vedrørende utenlandsk rett er det mest naturlig for meg å begrense dette til de nordiske landene, her spesielt Danmark og Sverige. Dette fordi verdipapirretten har utgangspunkt i felles kontraktsrettslig lovgivning, og fordi det er et felles samarbeid mellom de nordiske

børsene, NOREX-alliansen. Denne ble dannet ut fra et ønske om en markeds plass med harmonisert regelverk og teknologi som skulle gjøre det enklere for alle markedets aktører.

2.4.7. NFMF – Etisk Råd

Norges Fondsmeglerforbund er en bransjeorganisasjon for norske verdipapirforetak. Formål er å tilrettelegge for et ordnet og ryddig verdipapirmarked, samt utarbeide forslag til forretningsvilkår for verdipapirforetakene, utarbeide etiske normer for foretakene, osv.

Fondsmeglerforbundets Etiske Råd skal behandle tolkningsspørsmål vedrørende de etiske normene og klager mot medlemsforetakene fra kunder og andre medlemsforetak. De avgjørelsene Etisk Råd treffer etterleves normalt av verdipapirforetakene. Avgjørelsene har i liten grad blitt overprøvet av domstolene og det synes som de nyter stor respekt. Rådet er siden midten av 1990-tallet vært ledet av professor dr.juris. Geir Woxholt, og ellers besatt av personer med bred erfaring fra verdipapirmarkedet. Av denne grunn vil det være naturlig å tillegge Rådets avgjørelser betydelig vekt.

2.4.8. Litteratur

Børs- og verdipapirretten er i begrenset grad blitt systematisk behandlet i juridisk teori, med unntak av to kommentarutgaver til verdipapirhandellovene av 1985 og 1997, to bøker av Knut Bergo, samt diverse artikler i Tidsskrift For Forretningsjus.. Litteraturlisten bakerst, pkt. 8, er ikke bare relevant for verdipapirforetakets sikkerhetsrett, men omfatter også den mest sentrale litteraturen innenfor verdipapirretten.

3. Verdipapirhandel

3.1. Innledning

I forhold til fremstillingens tema kan man dele verdipapirhandel inn i to hoveddeler; For det første direktehandel mellom investorer, hvor et verdipapirforetak ikke er involvert, og sikkerhetsrett etter vphl. § 11-5 er derfor ikke aktuelt. For det andre indirekte handel mellom investor og megler, herunder megler – megler transaksjoner over børs, internhandel gjennom verdipapirforetak mellom to kunder og transaksjoner hvor foretak driver egenhandel, eks. ved market making virksomhet. For alle de tre sistnevnte situasjonene er vphl. § 11-5 aktuell.

3.2. Finansielle instrumenter

”Verdipapirforetak har tilbakeholdsrett i de finansielle instrumenter som det har kjøpt for oppdragsgiver...”.¹

Sikkerhetsretten til et verdipapirforetak gjelder i utgangspunktet i lik grad for alle typer finansielle instrumenter. Det kan imidlertid tenkes enkelte forskjeller, både med henhold til sikkerhetsrettens og dekningsstransaksjoner, avhengig av hva slags instrument det dreier seg om, se for eksempel pkt. 5.3.4.

Finansielle instrumenter er definert i vphl. § 1-2 (2) og (3), og med mindre det er holdepunkter for noe annet legges denne definisjonen normalt til grunn i andre lover, for eksempel børsl. Det tidligere koplingsordet ”verdipapirer” ble erstattet av ”finansielle instrumenter” i forbindelse med 1996 revisjonen av vphl. 1985. Årsaken var behovet for harmonisering av begrepene i ISD² og nasjonal rett. Definisjonen av finansielle instrumenter i vphl. § 1-2 (2) og (3) er en direkte oversettelse av ISD vedlegg del B.

Finansielle instrumenter kan deles inn i fire hovedgrupper; omsettelige verdipapirer, fondsandeler, pengemarkedsinstrumenter og derivatkontrakter.

Den første hovedgruppen er omsettelige verdipapirer, som er gitt en nærmere definisjon i § 1-2 (3). Den omfatter før det første *”aksjer og andre verdipapirer som kan sidestilles med aksjer”*, med andre ord eier- og kapitalandeler i selskaper eller lignende. Med ”aksje” forstås eierandeler i selskaper hvor eiernes ansvar er begrenset til innskuddsforpliktelsen. Både aksjer i aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper er omfattet, dette gjelder også utenlandske selskaper, jfr. NOU 1996:2 pkt. 3.1.3 (3) litra b. Hvorvidt et utenlandsk selskap skal anses som et AS/ASA må vurderes ut fra definisjonen i asl/asal. *”Verdipapirer som kan sidestilles med aksjer”* er først og fremst grunnfondsbevis. Grunnfondsbevis er omsettelige ”utbytteinstrumenter” i sparebanker, gjensidige forsikringsselskaper og kredittforeninger. Investorens årlige avkastning er knyttet til årsresultatet, men slik at det kan settes av årsoverskudd til et utjevningsfond for senere års utbytte. Det stilles ikke noe krav til

¹ Jfr. vphl. § 11-5 (1)

² Rådsdirektiv 93/22 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirhandel

omsettelighet for aksjene eller verdipapirer som kan sidestilles med aksjer. Selv om de er omfattet av asl. §§ 4-15, 4-18 og 4-19, dvs. at de har begrenset omsettelighet, regnes de som finansielle instrumenter i vphl. forstand. Ifølge NOU 1995:1 s. 53 skal andeler i kommandittselskaper ikke omfattes av vphl. § 1-2. Det har vært diskutert hvorvidt dette er riktig, både fordi de trolig det var omfattet etter vphl. 1985 etter særskilt forskrift og fordi det trolig går inn under definisjonen i ISD, se Bergo s. 44 og 45. Om andeler i ANS og DA eller passive andeler i stille eller indre selskaper etter selskapsloven § 1-2 omfattes, vil da også være usikkert.

For det annet regnes låneinstrumenter, dvs obligasjoner, som omsettelige verdipapirer, jfr. vphl. § 1-2 (3) nr. 2. En obligasjon er et gjeldsinstrument som pålegger utstederen – lånetakeren – å tilbakebetale lånebeløpet pluss renter til investoren – lånegiveren – over en spesifisert periode. Heller ikke her spiller det noen rolle hvorvidt utstederen er norsk eller utenlandsk. Vphl. krever imidlertid at låneinstrumentene kan omsettes, i motsetning til aksjer og sidestilte verdipapirer.

Som omsettelig verdipapirer anses også etter vphl. § 1-2 (3) nr. 3 ”.. *alle andre verdipapirer som normalt omsettes og gir rett til å erverve ethvert slikt omsettelig verdipapir ved tegning eller ombytting, eller som gir rett til et kontantoppgjør.*” Dette vil omfatte tegningsretter, som er rett til å tegne nye aksjer i en emisjon basert på hvor mange gamle aksjer man har. Tegningsretten er å anse som et omsettelig verdipapir. Videre omfattes konvertible obligasjoner, asal § 11-1: ” *Et allmennaksjeselskap kan ved avtale om lån gi fordringshaveren rett til å kreve utstedt aksjer mot innskudd i penger eller mot at fordringen nyttes til motregning.*” Også depotbevis, som gir erververen en rett til ombytting uten at det skal ytes vederlag omfattes. Såkalte warrants, et instrument som har trekk av både tegningsrett og kjøpsopsjon, er også omfattet, jfr Bergo s. 49 og 50.

Den andre hovedgruppen av finansielle instrumenter er verdipapirfondsandeler, vphl. § 1-2 (2) nr 2. En andelseier er en som eier en part i et fond opprettet i medhold av verdipapirfondsloven av 1981 nr. 52. Et verdipapirfond er en ” ... *selvstendig formuesmasse oppstått ved kapitalinnskudd fra en ubestemt krets av personer mot utstedelse av andeler i fondet og som for det vesentlige består av finansielle instrumenter og/eller innskudd...* ”, jfr. verdipapirfondloven § 1-2 (1) nr. 1.

Den tredje hovedgruppen er pengemarkedsinstrumenter, vphl. § 1-2. Det typiske pengemarkedsinstrumentet er sertifikater, dvs. obligasjonslån med løpetid på under 12 måneder. Disse er imidlertid omfattet av "omsettelige verdipapirer" i nr. 1.

Pengemarkedsderivater, som normalt vil regnes som pengemarkedsinstrumenter, går heller ikke inn under definisjonen, men favnes av derivatgruppen, se under. Innholdet av nr. 3 vil dermed være interbankinskudd som ikke formaliseres som sertifikatlån, jfr. ot.prp. 1995-96 nr. 15 s. 83 og Bergo s. 53. Interbankinskudd er kortsiktige, til dels standardiserte innskuddskontrakter mellom banker og andre kredittinstitusjoner.

Den siste hovedgruppen finansielle instrumentene er derivater. Dette er ikke et begrep som er brukt i vphl, men en samlebetegnelse på det som er omfattet av vphl. § 1-2 (2) nr. 4-7. Et derivat er et verdipapir som er avledet fra et annet verdipapir. Derivater er bl.a. "terminer", nr. 4. Terminer er en avtale mellom to parter om å kjøpe eller selge et underliggende verdipapir til en bestemt pris på et bestemt tidspunkt i fremtiden. Til forskjell fra det som gjelder for opsjoner, forplikter både kjøperen og selgeren seg ved inngåelse av en terminkontrakt til å utføre den fremtidige handelen, se under. Terminer kan deles opp i "forwards" og "futures". Forskjellen mellom de to typene er at ved en forwardkontrakt finner oppgjøret sted på bortfallsdagen, det tidspunkt da rettighetene og pliktene opphører, mens ved en futurekontrakt gjøres det daglig oppgjør. (Da oppgjøret i en vanlig aksjehandel i Norge skjer på H+3 er det i realiteten en terminhandel.)

Fremtidige renteavtaler (FRA) er finansielle instrumenter, jfr. vphl. § 1-2 (2) nr. 5. Dette er egentlig en terminavtale hvor partene får en gjensidig rett og plikt til å avregne og betale til hverandre differansen mellom en viss avtalt rentesats og en nærmere angitt referanserate på et fremtidig tidspunkt. Etter nr. 6 er "rente- og valutabytteavtale samt bytteavtale knyttet til aksjer og aksjeindeks"- swapkontrakter - å regne som finansielle instrumenter. Den vanligste swapkontrakten er en gjensidig bebyrdende avtaletype hvor to parter bytter fremtidige kontantstrømmer i ulike valutaer eller rentesatser.

Inn under hovedgruppen derivater går også "*...opsjoner på kjøp eller salg av ethvert instrument som nevnt i punkt 1-6, herunder indeksopsjoner, valuta- og renteopsjoner samt tilsvarende instrumenter med kontakt oppgjør...*". En opsjon er en avtale mellom to parter som gir kjøperen rett til å kjøpe/selge og selgeren (utstederen) plikt til å selge/kjøpe et underliggende verdipapir innen en bestemt tidsperiode til en forhåndsbestemt pris eller

innløsningskurs. Opsjoner kan deles i kjøps- og salgsopsjoner. En kjøpsopsjon gir innehaveren en rett, men ikke en plikt, til å kjøpe et underliggende finansielt instrument fra utstederen til en fastsatt pris på eller innen et bestemt fastsatt tidspunkt. En salgsopsjon gir innehaveren en rett, men ikke en plikt, til å selge et underliggende instrument til utstederen av opsjonen til en fastsatt pris på eller innen et bestemt fastsatt tidspunkt.

Også varederivater er å regne som finansielle instrumenter, jfr. vphl § 1-2 (2) nr. 8, men vphl § 11-5 får ikke anvendelse, jfr. vphl. § 1-7 (1).

3.3. Aktørene

3.3.1. Sluttkunder/investorer

Betegnelsen sluttkunder brukes om investorene som til syvende og sist får oppgjøret, de som ofte fremstår som endelig kjøper og selger.

Alt fra enkeltpersoner uten kunnskap om verdipapirmarkedet, til store institusjoner hvis virksomhet er investering i markedet, er kunder i verdipapirforetak. De plikter og rettigheter kundene og verdipapirforetakene har overfor hverandre vil være forskjellige etter hva slags erfaring, kunnskap, osv. de har om verdipapirmarkedet. Dette fremgår også bl.a. av vphl. § 9-2 god forretningsskikk; Meglers opptreden ovenfor en kunde skal ”vurderes på bakgrunn av *investors profesjonalitet*”. Bestemmelsen må forstås slik at det er et gradsspørsmål; jo mindre profesjonell kunden er, jo strengere er kravene til foretaket. De eksempler som finnes på at begrepet ”profesjonell investor” har fått et konkret innhold i rettslig bindende regler, er sikkerhetsstillelsesforskriften § 3 fjerde ledd og forskrift 15. desember 1997 nr. 1306 om registrering som profesjonell investor. Disse forskriftene sikter til foretak og personer som driver omfattende verdipapirhandel med større pengebeløp.

Verdipapirforetak har vanligvis også flere vilkår som bestemmer hvorvidt de anser kunden som profesjonell eller ikke. Disse er normalt identiske med NFMF’s vilkår pkt 3 (2)³:

”Med profesjonelle kunder forstås kunder som i kraft av sin adferd, for eksempel fordi de foretar mange handler, handler for store beløp, har egne investeringsideer eller –strategier eller ikke ønsker rådgivning, viser at de har forutsetninger for selvstendig å kunne vurdere det enkelte marked samt den rådgivning som gis”.

³ ”Norges Fondsmeglerforbunds forslag til alminnelige forretningsvilkår for handel med finansielle instrumenter gjennom verdipapirforetak”

Profesjonalitet må i alle tilfeller grunnes på en isolert totalvurdering for den enkelte kunde i forhold til den enkelte sak. Rettspraksis har lagt forholdsvis strenge kriterier i verdipapirforetakenes disfavør til grunn ved vurderingen av kunders forutsetninger i verdipapirmarkedet, se for eksempel Oslo Tingretts dom 11.10.2004⁴ hvor kunden hadde bedrevet verdipapirhandel i flere år med gjennomsnittlig 40-60 handler per år:

”Han hadde en naturlig korresponderende interesse for hva avisene skrev om de forskjellige selskaper, utviklingstrender mv. Dette løfter ham imidlertid ikke opp til en aksjespekulant slik saksøkte synes å forstå begrepet”.

I samme dom benevner rettens formann saksøker, dvs foretakets kunde, ”*som en forbruker som har vært villig til å ta de sjansene han har forstått ved å gå inn på enkeltaksjer*”. Det kan etter dette synes som rettens formann tillegger foretaket en meget streng aktsomhetsnorm, og dertil kunden utvidede rettigheter, ved å indikere en link til forbrukerkjøpstilfeller. Kundens forutsetninger i verdipapirmarkedet og verdipapirforetakets aktsomhetsplikt er spesielt relevant med hensyn til skjæringstidspunktet om når en eventuell rett eller plikt til å utføre en deknningstransaksjon inntreffer.

Et noe annet bilde av et verdipapirforetaks kunde ble skapt i Oslo Tingretts dom av 04.03.2004⁵. Saken gjaldt erstatningsberegning etter gjennomført dekningsalg i medhold av vphl. § 11-5. Kunden hadde gjort atskillig færre handler enn i den ovennevnte dom. Retten uttalte:

”... og han kan ikke høres med at han var en svært uerfaren aktør i aksjemarkedet. Han kunne ikke overlate risikoen for kursutviklingen helt og holdent til mekleren og DnB, han må selv ta konsekvensen av at han gikk inn for en aksjeinvestering som viste seg å medføre tap.”

Antakeligvis avviker dommen fra 11.10.2004⁶ fra det som har vært ansett som gjeldende rett, se også pkt. 4.2.2.5.

3.3.2. Verdipapirforetak

De som kjøper eller selger børsnoterte verdipapirer lar seg vanligvis representere ved et verdipapirforetak. Ved unoterte verdipapirer er det som utgangspunkt ingen systematikk i om

⁴ Saksnr. 03-014893TVI-OTIR/06 Olav Reinsnos mot Terra Securities ASA

⁵ TOSLO-2003-18447, DnB NOR Bank ASA mot Mohammadi Hassan Ali

⁶ Saksnr. 03-014893TVI-OTIR/06 Olav Reinsnos mot Terra Securities ASA

handler gjøres gjennom foretak eller ikke. Et unntak er for eksempel NFMF OTC-marked som ligner børsmarkedet. Verdipapirforetak bistår kjøper og selger både med selve handelsprosessen og gjennom rådgivning. Til rådgivningen, og selvfølgelig handelsvirksomheten, stilles en spesiell aktsomhetsplikt som vurderes bl.a. på bakgrunn av sluttkundens erfaring og kjennskap til verdipapirmarkedet, se over.

Den interne organiseringen bygger vanligvis på en todeling mellom en "front office", som består av de som kjøper og selger verdipapirer, og "back office", som har ansvaret for bokføringen og oppgjøret av transaksjonene. Foretaket opptrer som en mellommann i handelen, en megler. Det som normalt kjennetegner en megler er at han fremstår som et omsetningsledd som opptrer for fremmed regning, og vil dermed ikke ha den økonomisk risikoen for handelen han formidler, jfr. Brækhus 2 s. 4. I verdipapirhandel opptrer megleren i eget navn, og handelen *"... skal utføres i verdipapirforetakets navn. Verdipapirforetaket er ansvarlig overfor oppdragsgiveren og den det slutter avtale med, for oppfyllelse av ordre det har utført"*, jfr. vphl. § 11-1. Utad vil det dermed fremstå som om det er foretakene som er de reelle partene i handelen. Det er i så henseende likegyldig for kunden om han opptrer gjennom megler. En slik mellommann kalles normalt kommisjonær, se Brækhus 2 s. 10, men verdipapirhandel er unntatt fra kommisjonsloven, se pkt. 2.3.

3.3.3. Utstedere

Med utstedere menes de som for eksempel utsteder aksjer i forbindelse med en emisjon eller obligasjoner i forbindelse med låneopptak.

3.3.4. Børsen

Børsen er en regulert markedsplass for kjøp og salg av verdipapirer. I Norge finnes det i dag bare en verdipapirbørs, Oslo Børs. Kravene som stilles til børsenes virksomhet fremgår av børslo. § 5-1 (2) og § 6-4 (2).

Det finnes også uregulerte markedsplasser for verdipapirhandel, som for eksempel Norges Fondsmeglerforbunds OTC-system.

3.3.5. Verdipapirsentralen (VPS)

Alle som vil handle med børssnoterte verdipapirer må ha en konto i Verdipapirsentralen, en VPS-konto. Her blir alle verdipapirer, transaksjoner, samt rettigheter og heftelser i papirene registrert. I tillegg avregner Verdipapirsentralen oppgjøret verdipapirforetakene imellom.

3.3.6. Norges Bank

Norges Bank er også involvert indirekte i alle verdipapirtransaksjoner i børssnoterte papirer, gjennom at den forstår selve oppgjøret mellom verdipapirforetakene.

3.4. Handelsmetoder

3.4.1. Kjøp og salg

Den vanligste handelsmetoden for finansielle instrumenter er kjøp og salg. En selger legger ut sine verdipapirer til en pris i markedet, som blir matchet av en kjøper. Ytelse mot ytelse-prinsippet gjelder, og kjøper betaler når, og bare hvis, han mottar verdipapirene, se pkt 4.1.

De undernevnte handelsmetoder er i realiteten egentlig kun modifikasjoner av vanlig kjøp og salg.

3.4.2. Kredittkjøp

Med kredittkjøp forstås et kjøp der det er avtalt utsettelse med betaling av kjøpesummen eller en del av den. Avtale om utsettelse vil si at kjøperen kan få for eksempel aksjene utlevert uten samtidig å måtte betale hele eller deler av kjøpesummen, jfr. Krüger note 15. Hvis en legger denne definisjonen til grunn vil det i utgangspunktet ikke være snakk om kredittkjøp før de aktuelle finansielle instrumentene er overført til sluttkundens vps-konto, som igjen kan tenkes å føre til at verdipapirforetaket taper sin rett til for eksempel å gjennomføre dekningsalg. Det kan imidlertid også tenkes at det er kredittkjøp hvis verdipapirene er plassert på foretakets klientkonto, se pkt. 4.1, vedrørende forskjellen detensjonsrett – retensjonsrett.

At kunder gis henstand med betaling på grunn av betalingsproblemer for en kortere periode, regnes ikke for kredittgivning i henhold til vphl. § 8-2, jfr. Bechmann mfl. s. 592.

Mye av den verdipapirforetakets sikkerhetsrett kan gå tapt ved kredittgivning fordi foretaket, som følge av eventuell mister rådighet over verdipapirene, se pkt 4.2.2.6.

3.5. Markedsinndeling og overføringsformer

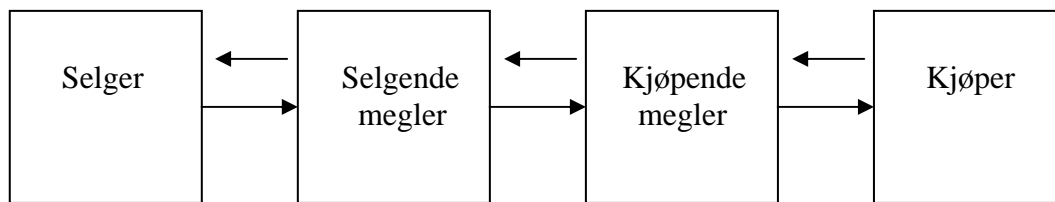
Det går et sentralt skille i verdipapirmarkedet mellom emisjons- og annenhåndsmarkedet, også kalt primær- og sekundærmarkedet. Med emisjon menes i denne sammenheng nyemisjon, dvs. hvor det skjer en forhøyelse av aksjekapitalen ved nytegning av aksjer. Etter dette kan verdipapirene omsettes ved vanlig kjøp og salg i annenhåndsmarkedet. I tillegg kalles derivatmarkedet for tertiærmarkedet, fordi de er relatert til eller avledet fra sekundærmarkedet.

Man skiller også mellom børsnoterte finansielle instrumentene, og ikke noterte. Dette vil bl.a. ha relevans i forhold til foretaket og kundens mulighet for å selge verdipapirene ved rimelige tiltak, se pkt 5.4.4.

Etter at kjøp/salg har skjedd, kan man hovedsakelig skille mellom to former for overføring av verdipapirer i VPS. Den enkleste formen er konto-til-konto-overføring. Et visst antall verdipapirer med et visst ”verdipapirnummer” overføres fra en investorkonto til en annen. VPS skal kun sørge for å føre papirene over fra en konto til en annen, det skal ikke koordineres med innbetaling av noen kjøpesum. Konto-til-konto-overføringer anvendes ved internhandel gjennom et verdipapirforetak og handel som gjøres opp direkte mellom to investorer. Partene styrer selv betalingen.

Handelstransaksjoner er et alternativ til konto-til-konto-overføring, og normalmetoden for handel i verdipapirer på børs. VPS og Norges Bank tilbyr et koordinert oppgjør av leverings- og pengeforpliktelsene ved verdipapirhandel som involverer to verdipapirforetak. En transaksjon av denne typen består i realiteten av flere sammenkjedede transaksjoner. Hvis for eksempel A skal selge sine aksjer i X til B, og de er kunder hos forskjellige verdipapirforetak, består handelstransaksjonen av fire parter og tre deltransaksjoner. Oppgjøret skjer vanligvis ved at ytelsene mellom partene er betinget av hverandre og samtidig. Selgeren leverer de solgte verdipapirene mot kjøpers betaling, jfr ytelse-mot-ytelse prinsippet, i verdipapirhandel ofte kalt DVP – delivery-versus-payment. Dette er utgangspunktet i alle deltransaksjoner i en verdipapirhandel, men er ikke det vanlig mellom kjøper og kjøpende megler; Her holder foretaket tilbake papirene inntil betaling er skjedd.

3.6. Gangen i en aksjehandel



En aksjehandel kan starte med at en selger legger ut sine verdipapirer for salg til en viss pris i markedet. Selgers megler vil dermed stå ansvarlig for tilbudet. For at en handelstransaksjon skal skje må tilbudet matches av en kjøper, dvs handelen sluttet ved at kjøps- og salgsordren kobles. Dette gjøres for eksempel ved at en kjøper gjennom sin megler legger inn en ordre med den kjøpspris tilsvarende den beste tilbyderer i markedet, handelen matches. Handelen registreres deretter i daglig journal i VPS som en ordre om overføring mellom de involverte konti. Registreringen skal skje på handelsdagen (T), jfr. vphl. § 9-6, og utføres av de respektive kunders verdipapirforetak. Selgende megler registrerer en selger-megler transaksjon og en megler-megler transaksjon, mens kjøpende megler registrerer en tilsvarende megler-megler transaksjon og en megler-kjøper transaksjon. Handelsbeløpene oppgis også ved registreringen. En bekreftelse for handelen, sluttseddelen, skal sendes kunden samme dag som handelen er sluttet, med mindre handelen er gjort så sent at den ikke rekker siste postforsendelse. Selve oppgjøret gjøres normalt tredje virkedag etter T, slik at en får to mellomliggende dager. Overførslene er betinget av godkjent pengeoppgjør, se under. Registreringene av transaksjonene kan korrigeres og annulleres frem til siste mellomliggende dag. Da skjer den endelige dekningskontrollen i VPS, og transaksjonen mellom selger og selgende megler vil falle hvis det ikke er dekning. At det er dekning på selgers konto, vil si at det enten er registrert en tilstrekkelig beholdning av de aktuelle verdipapirene på selgers vps-konto eller at det er registrert en inntransaksjon med samme oppgjørsdag som igjen har dekning. Inntransaksjonen kan være et kjøp av de aktuelle aksjene, en konto-til-konto-overføring eller et registrert innlån av aksjene.

Pengebeløpet som skal betales mellom verdipapirforetakene og sluttkundene på oppgjørsdag (S) ble avgjort på T. Beløpet trekkes enten fra kundens bankkonto med fullmakt, fra en klientkonto hos meglerhuset hvor kunden har gjort innskudd eller så er handelen gjort på kreditt.

Beløpene som skal betales mellom verdipapirforetakene, beregnes av VPS på basis av de VPS-registrerte handelstransaksjoner som står seg etter dekningskontrollen den siste mellomliggende dagen. Pengeoppgjøret skjer på nettobasis ved at VPS summerer de beløpene hvert verdipapirforetak skal motta per oppgjørslag og motregner med de beløp de er ansvarlig for å betale samme dag. Selve oppgjøret skjer gjennom Norges Bank over særskilte oppgjørskonti på oppgjørslag (normalt T+3). Forutsatt at det er dekning på verdipapirforetakenes foliokonti for samtlige pengeoppgjørforpliktelser, foretas debiteringen og krediteringen. Deretter gis det melding til VPS om at pengeoppgjøret er gått i orden, slik at korresponderende levering av verdipapirer kan foretas. Verdipapirene som skal overføres vil ikke fremkomme som registrerte på kjøpernes VPS-konti før til neste påfølgende virkedag (S+1).

Avslutningsvis må det gjøres klart av det ikke finnes noen avtaleforpliktelser mellom selger og kjøper, sml. kommisjonsloven § 56

4. Sikkerhetsretten

4.1. Generelt om sikkerhetsrett

I gjensidig bebyrdende kontraktsforhold er den ene parts plikt til å yte betinget av at motytelsen blir prestert. Dette kalles prinsippet om ytelse mot ytelse eller samtidighetsprinsippet, og er hovedregelen i alminnelig kjøpsrett. Dette går ut på at i mangel av avvikende avtale plikter ikke realdebitor å gi fra seg sin ytelse uten å motta vederlag fra pengedebitor samtidig, og motsatt plikter ikke pengedebitor å betale uten å motta realytelsen samtidig.⁷

Prinsippet om ytelse mot ytelse kan fravikes ved avtale. Det vil da enten være kredittkjøp, eller at kjøperen har akseptert å forskuddsbetale varen.

Prinsippet gir hver av partene en sikkerhetsrett i egen ytelse. Denne retten kalles gjerne for retensjonsrett, det vil si å holde egen ytelse tilbake, i motsetning til retensjonsrett, å ha

⁷ For avtaler vedrørende alminnelige kjøp er prinsippet om ytelse mot ytelse lovfestet i kjl. §§ 10, 22 og 30, jfr. §§ 42 og 49. Se for eksempel kjl. § 10: ”Har ikke selgeren gitt kreditt eller henstand med betalingen, plikter han ikke ... å overføre rådigheten over tingen uten at kjøpesummen betales samtidig”.

tilbakeholdsrett i andres ting. Prinsippet kan også gi partene et press på å oppfylle, idet de ikke får noen ytelse uten å prestere selv. I vanlige kjøpsforhold gir det også partene en mulig undersøkelsesrett, fordi retten til samtidig utveksling gjør det praktisk mulig å undersøke den andres ytelse under levering.

Tilbakeholdsretten vil først og fremst virke som en sikkerhetsrett etter inntrådt mislighold. Hvis motytelsen uteblir, gir detensjonsretten den andre part adgang til å holde tilbake egen ytelse inntil motytelsen blir prestert. Kreditor må imidlertid være klar over misligholdet. Er det foretatt oppgjør, er retten tapt. I vanlige kjøpsforhold vil dermed detensjonsretten være mest effektiv i forsinkelsestilfeller. I mangelstilfeller vil ofte ikke kreditor være klar over manglene før oppgjør er skjedd. Den som utøver retten, og dermed oversitter oppfylleelsesplikten, misligholder ikke, men andre plikter, som for eksempel plikt til å dra omsorg for tingen, kjl. § 72, kan oppstå.

Hvis misligholdet opphører, vil grunnlaget for tilbakeholdsretten opphøre, og partens leveringsplikt vil igjen oppstå.

I verdipapirhandel kan en tilbakeholdsrett vurderes i forhold til tre relasjoner; 1) selgende meglers rett til å holde tilbake salgssummen overfor selgeren, 2) kjøpende meglers rett til å holde tilbake verdipapirene overfor kjøper, og 3) meglernes rett overfor hverandre. I tillegg kan verdipapirforetaket sikre sine rettigheter på andre måter, men det faller utenfor oppgavens tema, jfr. pkt. 1.2.

For kjøpende megler kan det stilles spørsmål om tilbakeholdsretten er en detensjonsrett eller en retensjonsrett. Forskjellen vil vise seg først når tilbakeholdsretten skal avvikles, jfr.

Brækhus pkt. 11:

”Hvis eieren sitter med sin egen ting, beholder han ganske enkelt eiendomsretten dersom vilkårene for utlevering ikke blir oppfylt. Ved tilbakeholdsrett i en gjenstand som ikke tilhører retinenten, må man derimot før eller senere ordne opp i forholdet mellom sikkerhetsrett og eiendomsrett; retinenten kan ikke uten videre tilegne seg gjenstanden.”

Det er m.a.o. en begrensning i salgsadgangen ved retensjonsrett, som ikke finnes ved detensjonsrett. Selv om foretaket har rådighetsretten over verdipapirene, og utad fremtrer som eier, vil de ikke være eier av papirene. Dette understøttes videre av at verdipapirene, mens de

er i foretakets besittelse, er plassert på en klientkonto, hvor bl.a. sluttkundene har separatistrett ved en eventuell konkurs.

Det sentrale med henhold til tilbakeholdsretten, er ikke hvorvidt den klassifiseres som detensjonsrett eller en retensjonsrett, men hvilket innhold den har etter vphl. § 11-5. Det kan imidlertid stilles spørsmål om vphl. § 11-5 hadde fått anvendelse ved en detensjonsrett, jfr. ”kjøpt for”. Antakelig vil ikke salgsadgangen være avskåret ved en detensjonsrett. Det er likegyldig om foretaket selger sine egne verdipapirer eller om det er verdipapirer som er kjøpt for kunden.

I transaksjonen megler – megler er oppgjøret ”ekte” ytelse mot ytelse. Det skjer ingen overlevering av verdipapirene uten betaling. Det kan imidlertid være vanskelig å se at denne transaksjonen omfattes av vphl. § 11-5, da selgende megler ikke har kjøpt verdipapirene for kjøpende megler, og det direkte oppgjøret. Oppgaven er avgrenset til ikke å behandle denne transaksjonen.

Tilbakeholdsretten forutsetter at det er nær sammenheng mellom den tilbakeholdte ytelsen og motytelsen. Ofte er dette omtalt som et krav om konneksitet, dvs. at forpliktelsene må være fra samme kontraktsforhold. Man har ikke tilbakeholdsrett i et kontraktsforhold for den annen parts mislighold i et annet kontraktsforhold, jfr. Etisk Råds avgjørelse nr. 1/1994⁸ og pkt. 4.2.2.5. Derimot kan det i enkelte tilfeller gi grunnlag for antisipert mislighold, se pkt. 5.3.7 og 5.4.3.

Videre må det være et visst verdimessig samsvar mellom den ytelse som holdes tilbake og de krav kreditor har på motparten – en proposjonalitet – hvis mulig, jfr. kjl. § 42. Presset til å oppfylle kan ikke gå lenger enn det som er rimelig, og tilbakeholders interesse vil være ivaretatt når han tilbakeholder så mye at han kan få sitt krav dekket. Det må normalt også skilles mellom type ytelser, her om den er delelig eller ikke. Som eksempel kan nevnes bilverkstedets adgang til å holde tilbake bilen inntil kunden har betalt. Det kan her være et

⁸ ”Carnegie AS(verdipapirforetaket) utøvet tilbakeholdsrett i aksjer som var fullt betalt og som Carnegie AS hadde en disposisjonsmulighet, men ikke rådighet over, for å sikre et tilgodehavende foretaket hadde overfor A i et annet rettsforhold. I realiteten utøvet Carnegie AS på denne måten en tilbakeholdsrett i aksjer som rekker ut over vphl § 45 og forholdet må slikt sett også anses stridende mot vphl § 18 (tilsvarer nåværende § 9-2 god forretningsskikk)”.

stort misforhold mellom det som holdes tilbake og det kravet bilverkstedet har på kunden, men det må kunne aksepteres fordi bilen ikke er delelig.

Hvis kundens mislighold er bagatellmessig, kan det være misbruk av rett å godta tilbakeholdsrett, hvis ytelsen ikke er delelig, jfr. Hagstrøm s. 357. Hvorvidt dette er gjeldende i vphl. § 11-5 tilfeller, hvor man har en legal tilbakeholdsrett, er usikkert. Selv om en verdipapirbeholdning i utgangspunktet er delelig, kan det tenkes begrensninger, for eksempel med å dele beholdningen i mindre enn en børspost.

At en part i et gjensidig bebyrdende kontraktsforhold har tilbakeholdsrett i sin egen ytelse er begrunnet i rettferdighetshensyn. Det vil stride mot alminnelig rettsoppfatning hvis den ene parten må gi fra seg sin ytelse før han får en motytelse. Den likevekten som er mellom partene vil gå tapt hvis tilbakeholdsretten ikke anerkjennes.

4.2. Kjøpende meglers sikkerhetsrett

4.2.1. Transaksjonen kjøpende megler - kjøper

Med mindre noe annet er avtalt skal kjøperen ha verdipapirene på oppgjørsdag, og han plikter samtidig å betale. Det er i dag ingen teknisk løsnings om sikrer full DVP mellom verdipapirforetaket og sluttkunden, med unntak for forvalteroppgjør der samtidighet sikres av kjøpers egen bank. Med mindre foretaket legger inn forbehold, overføres verdipapirene til kjøpers VPS-konto uten betaling. Ved privatkunder er det normalpraksis at kjøpende megler legger inn et forbehold om at papirene først skal frigis når betaling har skjedd.

4.2.2. Kjøpende meglers tilbakeholdsrett

4.2.2.1. Innledning

Verdipapirforetak har tilbakeholdsrett i de finansielle instrumenter som det har kjøpt for oppdragsgiver, for så vidt gjelder krav som springer ut av oppdraget.⁹

Tidligere var verdipapirer papirbaserte. Verdipapirhandelen gjaldt aksjer og mengdegjeldsbrev, dvs. negotiable dokumenter, Brækhus 2 s. 51. Kjøpende megler hadde da

⁹ Vphl. § 11-5 (1)

en rett til fysisk å holde papirene tilbake dersom kjøper ikke betalte. Hjemmel for et eventuelt dekningsalg var kommisjonsloven § 36, jfr §§ 34 (1) og 33, mens selve tilbakeholdsretten ble hjemlet i den ulovfestede tilbakeholdsretten i kjøpsforhold, jfr. Bergo 3 s. 149.

Brækhus, pkt. 11, mener det vil være fornuftig å sammenligne tilbakeholdsretten med håndpant. I begge tilfeller er sikkerhetsretten betinget av at rettighetshaveren har gjenstanden i sin besittelse, se pkt 4.2.2.6 og 5.3.6.

Kjøpende megler hadde tidligere rettsvern for sin rett til dekning i den tid han hadde fysisk rådighet over verdipapirene, jfr. håndpantskonstruksjonen. Det var dermed avgjørende at disse ikke ble overlevert til kjøperen. Sikkerhetsretten samsvarte med de generelle reglene for omsetningsgjeldsbrev, hvor den fysiske rådigheten var avgjørende, jfr. gbl. § 14.

Kjøpende meglers rettsvern overfor kjøperens kreditorer og øvrige suksessorer ble ikke drøftet under kodifikasjonen av vphl. § 45. Det var kun angitt at kjøpende megler hadde en ”sikkerhetsrett”. Det naturlige var at rettsvernsspørsmålet skulle løses etter de reglene som gjaldt negotiable dokumenter, jfr. Bergo 3 s. 149. Den fysiske rådigheten var avgjørende, noe som også dannet grunnlaget for ytelse mot ytelse-prinsippet mellom kjøper og kjøpende megler.

Rettsvernet til kjøpende megler i forhold til kjøpers kreditorer og andre suksessorer ble heller ikke behandlet i forarbeidene til vphl. 1997. Rettsvernet til retinenten er som hovedregel sterkt, jfr. Brækhus pkt. 12; *”Tilbakeholdsretten har som regel god prioritet ... i vid utstrekning går foran kontraktspant og utleggspant i gjenstanden”*.

Sammenligner man med løsøre, er fysisk besittelse også avgjørende for eksistensen av en særlig rett til dekning, sml. eks. håndpant. Dersom tilbakeholderen oppgir besittelsen vil retten falle bort.

Tilbakeholdsretten vil som utgangspunkt være betinget av besittelse.

Etter opprettelsen av VPS ble de tradisjonelle løsningene uaktuelle for store deler av verdipapirhandelen, siden verdipapirene ble immaterialisert.¹⁰

Kjøpende megler har en legal tilbakeholdsrett etter vphl. § 11-5 (1), prioritert foran kjøpers kreditorer og andre suksessorer, i og med at foretaket har besittelsen av verdipapirene. Bestemmelsen er en videreføring av vphl. 1985 § 45 (1), senere § 6-5 (1), og en ”*presisering ... i tråd med rettspraksis*”, jfr. NOU 1995:1 s 107. Det er kun mindre språklige endringer mellom den tidligere og den nåværende bestemmelsen, men endringene har vært viktige for å avklare rettstilstanden, jfr. nedenfor.

I henhold til utredningen¹¹ s. 108 er vphl. § 11-5 (1) kun en lovfesting av den alminnelige tilbakeholdsretten i kjøpsforhold: ”*Utvalget har vurdert at man også i forhold til sikkerhetsretten bør falle tilbake på alminnelige avtalerettslige regler. Investeringsforetaket vil i tilfelle ha tilbakeholdsrett i finansielle instrumenter det ikke får oppgjør for.*”

Verdipapirforetakets tilbakeholdsrett fremgår også av NFMF’s forslag til alminnelige forretningsvilkår pkt. 13 (2) nr 2: ”*Foretaket har ved mislighold rett til å: Utøve sin sikkerhetsrett i forhold til vphl. § 11-5. Foretaket har tilbakeholdsrett i de finansielle instrumentene som foretaket har kjøpt for kunden.*” Forskjellen mellom ordlyden i forretningsvilkårene og § 11-5 (1) er små. Imidlertid fremgår det ikke av vilkårene at tilbakeholdsretten gjelder ”*krav som springer ut av oppdraget*”, noe som kan gi verdipapirforetaket en betydelig styrket sikkerhetsrett, se pkt. 4.2.2.5. På den annen side kan det tenkes kun er ment beskrivende uten rettslig betydning.

4.2.2.2. Hvem har tilbakeholdsrett?

Det er verdipapirforetaket som har en sikkerhetsrett overfor sluttkunden, oppdragsgiver. Årsaken er det kravet foretaket har på kunden. Det er dermed klart at sikkerhetsretten ikke kan utøves av andre. Dersom sikkerhetsretten kunne blitt utøvd av andre enn verdipapirforetaket, ville det ikke dreid seg om samme kontraktsforhold, og kravet til konneksitet ville ikke vært oppfylt.

¹⁰ For rettigheter i VPS-registrerte verdipapirer reguleres rettighetskollisjoner av vprl. kap. 7, tidligere vpsl. kap. 5.

¹¹ NOU 1995:1

Et annet spørsmål er om retten kan overdras til andre. For eksempel ved at et annet foretak kjøper kravet på kunden mot å overta forpliktelsen til å levere de aktuelle verdipapirene. Eller der foretaket kjøper eller garanterer for en emisjon, se pkt. 6, Spørsmålet vil da være om foretaket, når de blir overført rettighetene og pliktene etter emisjonen, vil ha tilbakeholdsrett etter § 11-5, og dermed slipper å forholde seg til asl. regler.

Ved første øyesyn kan det se ut som dette kun dreier om et krav for foretaket, bl.a. fordi det antakeligvis er snakk om retensjonsrett, se pkt. 4.1. Som et klart utgangspunkt er det fullt lovlig å inngå cesjonsavtaler, dvs. overdragelse av fordringer, jfr. gbl. Imidlertid vil det ikke bare være en rettighet foretaket overdrar, men også en forpliktelse. For at en avtale i sin helhet skal kunne overdras trengs samtykke fra begge parter. Hvis samtykke så foreligger, vil spørsmålet være om de også kan overta foretakets sikkerhetsrett etter vphl. § 11-5.

4.2.2.3. Hva omfatter tilbakeholdsretten?

Tilbakeholdsretten omfatter de finansielle instrumentene foretaket har kjøpt for kunden. Det er likegyldig hva slags instrumenter det dreier seg om med henhold til selve sikkerhetsretten; Om det er aksjer, derivater eller obligasjoner er i utgangspunktet uten betydning. Hovedsaken er at det er et formuesgode som kan nektes utlevert til kunden før han har gjort opp for seg. Noe annet er det at sikkerhetsretten kan miste sin verdi, eller være sterkt redusert ved enkelte instrumenter. For eksempel er sikkerhetsretten betydelig sterkere ved enkelte solide aksjer enn ved derivater som er "out-of-the-money", dvs. uten realverdi. Det som er av betydning, er at verdipapirforetaket er sikret så det kan gjennomføre et salg for å dekke seg inn. Et skille med henhold til type instrument vil aktualiseres først i relasjon til dekningsstransaksjoner.

Videre er det kun de instrumentene foretaket har "kjøpt" for oppdragsgiveren tilbakeholdsretten kan utøves i. At et instrument er kjøpt for oppdragsgiveren omfatter klart vanlige kjøp - salg situasjoner hvor verdipapirforetaket er kjøpende megler. Noe annet vil det imidlertid være der foretaket er kjøperens reelle motpart, for eksempel hvor det er market maker. Kan en her si at foretaket har "kjøpt" for oppdragsgiveren? I forhold til bestemmelsens ordlyd vil dette falle utenfor. På den annen side er dette en normal del av foretakets virksomhet, se vphl § 1-2 (1) nr. 2, hvor foretaket både har de samme forpliktelser overfor kunden og de samme rettighetene. I og med at forskjellen i forhold til en vanlig

handelstransaksjon er minimal, vil det antakelig være holdbart at "kjøpt" tolkes såpass utvidende at den ovennevnte situasjon blir omfattet. Det vil heller ikke skape noen konflikt med de hensynene som ligger bak foretakets sikkerhetsrett, men heller harmonere. Det hadde vært urimelig dersom verdipapirforetaket ikke skulle inneha samme sikkerhetsrett i disse tilfellene. Den sammenblandingen som i enkelte tilfeller forekommer ved ordreutførelse, med noe kjøp og noe egenhandel støtter også den utvidende tolkningen.

4.2.2.4. "Krav"

Videre gjelder tilbakeholdsretten kun for de "krav" verdipapirforetaket har på oppdragsgiver. Det må dreie seg om et reelt krav. Med dette menes det økonomiske kravet foretaket har på sluttkunden. Dvs. krav på kjøpesummen for verdipapirene, meglers kurtasjevederlag, handelsavgifter og andre eventuelle kostnader er også omfattet. I tillegg kan det også kreve dekket et eventuelt rentetap som følge av betalingsforsinkelse. Flere problemstillinger kan melde seg her.

Det kan for eksempel tenkes at kunden har gjort opp for noe av handelen, ved at han hadde dekning for halvparten av kjøpesummen på melgerhusets klientkonto. Det mest nærliggende vil da være at kjøpende megler kun har tilbakeholdsrett for det resterende av avtalesummen. Dette harmonerer med alminnelig obligasjonsrett og hva som rent språklig ligger i "krav", se kjl. § 42: *"Har kjøperen krav som følger av selgerens kontraktbrudd, kan kjøperen holde tilbake så mye av kjøpesummen som vil sikre at han får kravet dekket."* Samme konklusjon følger av Christiansen/Bjørland s. 349-35: *"Men sikkerhetsretten omfatter ikke en større del av verdipapirene enn det som er nødvendig for å sikre det aktuelle kravet."* Spørsmålet vil kunne komme på spissen ved for eksempel særlig volatile instrumenter, hvor den potensielle nedsiden er stor. Kan verdipapirforetaket tilbakeholde alle verdipapirene inntil hele kjøpesummen er betalt? Hvis restkravet på kunden for eksempel er halvparten av verdien på verdipapirene, men det er stor fare for at verdipapirene vil tape mye av sin verdi før kunden får gjort opp for seg, er det mye som taler for at foretaket har tilbakeholdsrett i alle papirene. Begrunnelsen for verdipapirforetakets sikkerhetsrett er rettferdighetshensyn. Ved et mislighold fra oppdragsgiver er det mer rimelig at han blir nektet tilgang til en større del av de kjøpte verdipapirene, enn at foretaket lider et tap som det senere må innkreve på bakgrunn av erstatning i kontraktsforhold. Selv om det som holdes tilbake skal stå i en viss sammenheng til kravet, må det være et visst slingringsmonn, jfr. Bergem note 224.

Verdipapirforetakets tilbakeholdsrett er relativt hvor flere momenter enn det eksakte pengebeløp kravet lyder på må tas i betraktning. Det må gjøres en helhetsvurdering i hver enkelt situasjon. I og med at tilbakeholdet i utgangspunktet skyldes kjøperens mislighold, vil det trolig være bedre at foretaket får holde tilbake for mye enn for lite. Det vil stemme best overens med begrunnelsen bak bestemmelsen, og kjøper påføres heller ikke noen ytterligere risiko ved at foretaket holder tilbake for eksempel hele posten. Kjøper kan når som helst selge posten.

Den skønnsvurderingen som her blir tillagt foretaket med henhold til hvor mye som skal holdes tilbake er forholdsvis vid. Den må imidlertid være i overensstemmelse med de overordnede hensyn som er nedfelt i vphl. § 9-2 om god forretningsskikk og ivaretagelse av kundens interesser.

Et annet spørsmål er hva som ligger i "krav" der det er uklart hvor langt verdipapirforetakets oppdrag går. Et eksempel er der oppdragsgiver hevder kjøpende megler har gått ut over sin fullmakt ved å kjøpe mer enn avtalt. Dette må som hovedregel avgjøres etter en tolkning av det fullmaktsforholdet som foreligger. Den delen som eventuelt går utenfor fullmaktsavtalen vil ikke da være omfattet av kravet, jfr. avtl. § 10 (1).

Det kan også være stor sammenblanding av handler. Fordi det meste av verdipapirhandel gjøres elektronisk, og de enkelte handler knyttes direkte opp mot kunden, vil det vanligvis ikke være problematisk å skille de enkelte oppdrag fra hverandre. Hvis et oppdrag blir utført gjennom flere handler er de bevismessige problemene også avhjulpet etter innføringen av pliktig telefonopptak, jfr. forskrift 07.11.2003 nr. 1322¹². Hvorvidt det i realiteten eksisterer et krav vil være utenfor oppgavens tema.

Noe annet er det at et oppdrag kan omfatte flere kjøp av ulike typer papirer. Alternativet vil da være å enten se oppdraget under ett, eller dele opp de enkelte kjøpene hver for seg. Både med henhold til foretakets sikkerhetsrett og kundens risiko vil det være mest naturlig å se hele oppdraget under ett. Verdipapirforetaket er best mulig sikret, og kunden løper ikke ytterligere

¹² F07.11.2003 nr 1322

Forskrift om verdipapirforetaks plikt til å foreta lydopptak av mottatte oppdrag og til oppbevaring av dokumentasjon vedrørende ordremottak.

risiko. En må imidlertid huske på at foretaket ikke kan holde tilbake mer enn det som er nødvendig, jfr. over.

4.2.2.5. Hvilke krav gjelder tilbakeholdsretten for?

Som utgangspunkt er verdipapirforetakets tilbakeholdsrett kun for de krav som ”*springer ut av oppdraget*”. Foretaket kan som utgangspunkt ikke holde tilbake papirer for annet enn det spesifikke oppdraget – de kan ikke bruke noen verdipapirer som sikkerhet for andre oppdrag fra samme oppdragsgiver. Verdipapirer som er betalt kan ikke tjene som sikkerhet for andre oppdrag, for eksempel papirer som tidligere er kjøpt på kreditt (sikkerhet for eldre gjeld) eller for et senere kjøpsoppdrag. Hvert kontraktsforhold må som hovedregel skilles fra hverandre. Som nevnt, pkt. 4.2.2.4, vil ikke tilbakeholdsretten kunne utøves i mer enn /en større del av de finansielle instrumentene enn nødvendig for at foretaket skal være sikret sitt krav. Retten er i behold inntil hele det økonomiske krav er dekket. Selv om det mangler oppgjør for en minimal del av avtalen, vil megler kunne holde igjen en del av instrumentene.

I NFMF’s forslag til alminnelige forretningsvilkår er imidlertid uttrykket ”*for så vidt gjelder krav som springer ut av oppdraget*” utelatt, se pkt. 4.2.2.1. Videre er verdipapirforetaket i NFMF’s vilkår gitt en sterkt utvidet rett til å gjennomføre dekningsstransaksjoner i forhold til det som følger av vphl. § 11-5, se under. At tilbakeholdsretten kun kan utøves for de kravene som har sammenheng med oppdraget følger av det som tidligere er sagt om konneksitet.

Spørsmålet var oppe i NFMF’s Ethiske Råds avgjørelse 1/1994, hvor Rådet uttalte:

”Carnegie AS(verdipapirforetaket) utøvet tilbakeholdsrett i aksjer som var fullt betalt og som Carnegie AS hadde en disposisjonsmulighet, men ikke rådighet over, for å sikre et tilgodehavende foretaket hadde overfor A i et annet rettsforhold. I realiteten utøvet Carnegie AS på denne måten en tilbakeholdsrett i aksjer som rekker ut over vphl § 45 og forholdet må slikt sett også anses stridende mot vphl § 18 (tilsvarer nåværende § 9-2 god forretningsskikk)”.

Selv om vilkårene til NFMF har utelatt ”*for så vidt gjelder krav som springer ut av oppdraget*”, kan det synes å ikke være noen forskjell siden NFMF har vist til vphl. § 11-5. Imidlertid er foretaket i henhold til vilkårene gitt en meget utvidet rett til dekningsalg etter vilkårene, se pkt. 5.3.6. Det kan av den grunn tyde på at Fondsmeglerforbundet har ment det skal være en forskjell, siden adgangen til dekningsalg normalt er en sanksjon som følger av tilbakeholdsretten.

Vilkårene til NFMF kan vedtas og være gyldige på kontraktsrettslig grunnlag. Den alminnelige kjøpsrett er som hovedregel ikke preseptorisk med mindre det dreier seg om forbrukerforhold. En streng aktsomhetsplikt vil imidlertid gjelde med henhold til om vilkårene er vedtatt eller ikke, og om tilbakeholdsretten dermed er utvidet. Dette ble bl.a. inntatt i Oslo Tingretts dom 11.10.2004¹³:

”... må utgangspunktet være at megler har et ansvar for den manglende kunnskap. Spesielt strenge handlingsregler burde megler ha redegjort nærmere for, og megler burde forvisse seg om at kunden hadde satt seg inn i regelverket ved å innhente hans underskrift som bekreftelse for dette.”

Sitatet gjaldt reklamasjonsreglene, men må antas å gjelde også i forhold til andre deler av vilkårene.

NFMF Etiske Råd behandlet spørsmålet om forretningsvilkårene var vedtatt eller ikke i avgjørelse nr. 2003/09. Det dreide seg her om vilkårenes pkt. 8 og 14, vedrørende lydbåndopptak og reklamasjonsfrister. Fordi klager hadde hatt et kundeforhold hos innklagde i flere år, og tidligere fått tilsendt forretningsvilkårene flere ganger, var de å anse som vedtatt. Rådet viste også til at kunden flere ganger hadde fått tilsendt sluttsedler for handler, som viste til forretningsvilkårene: *”Klager har således også hatt en klar oppfordring til å gjøre seg kjent med vilkårene dersom han ikke var kjent med disse.”*

Kravet til underskrift slik det fremgår av Oslo Tingretts dom 11.10.2004¹³ er ikke i samsvar med lang og fast praksis og antakeligvis ikke i tråd med gjeldende rett.

4.2.2.6. Hvor lenge er tilbakeholdsretten i behold?

Sikkerhetsretten til verdipapirforetaket vil gå tapt i det øyeblikk de overfører de finansielle instrumentene til kundens investorkonto i VPS, jfr ot.prp. 15 (95-96) s. 88, se pkt. 5.3.6. Det samme ble også lagt til grunn av NFMF's Etisk Råd i avgjørelse 6/1995:

”Etter Rådets oppfatning må det være klart at en betingelse for å kunne utøve sin sikkerhetsrett er at foretaket har disposisjonsrett over de aktuelle verdipapirer. Dersom de aktuelle verdipapirer er overført til kundes VPS-konto har foretaket, etter Rådets oppfatning, ikke tilstrekkelig rådighet over verdipapirene til å kunne utøve sin tilbakeholds- og salgsrett. Dette må gjelde også for de tilfeller der foretaket er kontofører for den aktuelle VPS-konto. Rådet viser i denne sammenheng til at et salg fra en slik konto fordrer uttrykkelig frigivelse fra kunden.”

¹³ Saksnr. 03-014893TVI-OTIR/06 Olav Reinsnos mot Terra Securities ASA

Verdipapirforetaket vil miste sin beskyttelse mot kundens kreditorer og øvrige tredjeparter. Dette vil igjen kunne medføre at retten til å gjennomføre dekningsalg går tapt.

Hvis en legger den ovennevnte definisjonen av kredittkjøp til grunn, pkt. 3.4.2, vil det understøtte drøftelsen om når sikkerhetsretten til foretaket kan falle bort; Dersom verdipapirforetaket gjennomfører kredittkjøp for en kunde, har de ikke etter dette noen sikkerhetsrett i papirene etter vphl. § 11-5, når de er levert. Foretaket har imidlertid en plikt til å påse at kunden stiller betryggende sikkerhet for kjøpet, jfr. vphl. § 8-2.

Dette samsvarer også med det som ble lagt til grunn etter tidligere rett; det var den fysiske rådigheten som var avgjørende. Sikkerhetsretten besto så lenge papirene ikke ble overlevert til kjøperen, jfr. gbl. § 14.

Det avgjørende er med andre ord at foretaket fortsatt har en rådighet over verdipapirene. Hva skal så til for å ha den tilstrekkelige rådigheten? Må kjøpende megler ha en positiv adgang til å råde over instrumentene? Eller er det nok at kjøper ikke har fått rådigheten, og at kjøpende megler effektivt kan bestemme om og eventuelt når kjøper skal få rådigheten? I henhold til NFMF's forslag til alminnelige forretningsvilkår pkt. 13 (2) nr. 2 siste punktum er foretaket gitt en meget utvidet rett til dekningsalg, som er en følge av tilbakeholdsretten:

”Dersom de aktuelle finansielle instrumentene er overført til kundens verdipapirkonto i VPS eller et annet tilsvarende rettighetsregister for finansielle instrumenter anses kunden for å ha frigitt de finansielle instrumentene eller å ha gitt fullmakt til slik frigivelse for gjennomføring av dekningsalg.”

Hvis foretaket er gitt en slik rett, vil det antakelig bety at sikkerhetsretten ikke går tapt selv om verdipapirene blir overført til kundens VPS-konto. I forhold til ordlyden synes det kun som annet ledd i vphl. § 11-5 viker for avtale, og at det dermed ikke er adgang til å avtale seg vekk fra det som følger av bestemmelsen i første ledd.

På den annen side er ikke § 11-5 noe annet enn en kodifikasjon av alminnelig kjøpsrett, som kun er preseptorisk ved forbrukerkjøp. Det vil dermed være fullt mulig å avtale seg vekk fra vilkåret om at verdipapirene ikke må være overført til kundens VPS-konto. Det vil derimot ikke rent språklig være en tilbakeholdsrett, men allikevel en sikringsmulighet for misligholdsbeføyelser.

Det avgjørende i forhold til situasjonen vil da være om kunden har vedtatt forretningsvilkårene, se Oslo Tingretts dom 11.10.2004¹⁴, jfr. pkt. 4.2.2.5.

Etter tidligere rett antok Christiansen/Bjørland at foretakets rett til å gjennomføre dekningssalg falt bort etter fem dagers-fristen, se s. 351.:

”Dette innebærer at dersom et dekningssalg ikke finner sted innen fristen på fem dager, må man anta at denne adgangen faller bort. Sikkerhetsretten vil uansett bestå som en vanlig tilbakeholdsrett.”

Christiansen/Bjørlands tolkning ble ikke akseptert av domstolene, se pkt 5.3.3.

Verdipapirforetakets rett til dekningssalg skulle ikke gå tapt, men kursrisikoen kunne gå over på foretaket dersom et dekningssalg ikke ble gjort forholdsvis raskt etter den dagjeldende fem dagers-fristen.

Etter gjeldende rett er det klart at verdipapirforetakets tilbakeholdsrett ikke har noen ytre tidsgrense. Dette ble også forutsatt i Oslo Tingretts dom 04.03.2004¹⁵, hvor verdipapirforetaket hadde gjennomført dekningssalg ca en uke etter tre dagers fristens utløp. Men foretakets krav på kunden kan bli redusert dersom dekningssalg ikke blir gjennomført, se pkt. 5.6.

5. Dekningstransaksjoner

5.1. Hva er en dekningstransaksjon?

Dekningstransaksjoner vil si at den parten i et kontraktsforhold som blir utsatt for mislighold enten kan foreta et kjøp eller et salg for å komme i en situasjon som om avtalen ble oppfylt riktigst mulig. Man kan nærmest si at man oppfyller for motparten. Dette kan være enten dekningssalg eller dekningskjøp. For at en dekningstransaksjon skal kunne gjennomføres, kreves som utgangspunkt at det foreligger et mislighold som gir parten rett til å heve, fordi en dekningstransaksjon i realiteten er en hevning av den opprinnelige avtalen.

Ved dekningssalg utfører realdebitor, i denne sammenheng den som har blitt utsatt for misligholdet, et salg av den gjenstanden han skal yte for å minske et eventuelt tap. Dette vil først og fremst være aktuelt der et tap kan oppstå hvor man venter med oppfyllelse på grunn av varens beskaffenhet, eks ferskvarer. Hvis man for eksempel har solgt et parti epler og

¹⁴ Saksnr. 03-014893TVI-OTIR/06 Olav Reinsnos mot Terra Securities ASA

¹⁵ TOSLO-2003-18447, DnB NOR Bank ASA mot Mohammadi Hassan Ali

kjøperen ikke betaler, er man nødt til å selge partiet til en annen før det blir forringet. Får man solgt for mindre enn den opprinnelige salgssummen, gir det grunnlag for å kreve erstatning fra første kjøper, se pkt. 5.6.

5.2. Hensynet bak adgangen til dekningstransaksjoner

Dekningstransaksjoner kan gjennomføres ut i fra et ønske/forsøk om å begrense tapet til den uforskyldte part mest mulig. Dersom kontraktsparter gis muligheten til å gjennomføre dekningstransaksjoner holder det også momentet i markedet oppe. Omsetningslivet kan bli hemmet i form av forsinkelser, og av at parter ikke oppfyller sin forpliktelse i det hele tatt. Videre kan muligheten for en part til å gjennomføre dekningstransaksjoner være ”et ris bak speilet” som behøves for at de skal oppfylle. Dersom trusselen om en dekningstransaksjon med et eventuelt erstatningsoppgjør truer, vil det tvinge partene til å gjøre mer for å oppfylle sin del.

At et verdipapirforetak har adgang til å gjennomføre en dekningstransaksjon er spesielt viktig, fordi transaksjoner i verdipapirmarkedet ofte kan kobles sammen som en kjede, jfr. multilateralt netto-oppgjør. Mislighold fra en part kan utløse en kjedereaksjon som kan få store konsekvenser. Verdipapirmarkedet får dermed redusert sin systemrisiko ved foretakets klare adgang til dekningssalg.

5.3. Kjøpende meglers rett

5.3.1. Innledning

*Betaler ikke oppdragsgiveren innen tre dager etter oppgjørsfrist, kan foretaket selge de finansielle instrumentene for oppdragsgiverens regning til dekning av sine krav, med mindre annet er avtalt.*¹⁶

For at en skal kunne gjennomføre tvangssalg av formuesgoder som tilhører andre kreves det normalt et tvangsgrunnlag og at prosessen gjennomføres gjennom namsmannen, jfr. tvangsfullbyrdelsesloven (tvangsl.) kap. 4. Vphl. § 11-5 (2) gir verdipapirforetaket rett for tvangsdekning også utenfor namsapparatet. I tillegg er det gitt en tillatelse til å forhåndsavtale

¹⁶ Jfr. Vphl. § 11-5 (2)

dekningssalg i ”børsnoterte verdipapirer og fondsaktiver” utenfor namsapparatet i tvangsl. § 1-3 (2).

Vphl. § 11-5 (2) omfatter alle typer finansielle instrumenter og det er ikke noe krav om børsnotering.

En kontraktsparts rett til å foreta dekningssalg er en del av den alminnelige kjøpsretten, bl.a. forutsatt i kjl. § 68. Under utredning av vphl. ble det imidlertid sett et behov for en særskilt dekningsrett for verdipapirforetaket, jfr. NOU 1995:1 s. 107-108:

”Utvalget ser behov for at investeringsforetak gis salgsrett i tillegg til alminnelig tilbakeholdsrett. Dette på grunn av den særskilte risikoen for verdifall som foreligger i relasjon til finansielle instrumenter i motsetning til en rekke andre varer. Etter utvalgets syn vil kjøpslovens regler om hevning ikke i tilstrekkelig grad ivareta investeringsforetakets interesser i en misligholdssituasjon. Disse reglene er ikke tilpasset mellommannssituasjonen der investeringsforetaket har måttet oppfylle overfor sin medkontrahent.”

5.3.2. Krav til manglende betaling

For at et tvangssalg skal kunne skje må det være utelukket at oppdragsgiveren, dvs. sluttkunden, har betalt. Hva en kunde skal betale fremgår av det kravet foretaket har på kunden. I og med at vphl. § 11-5 (2) gjelder i forhold til kjøpende megler, vil kravets maksimum være satt. Det kan ikke dreie seg om et økende krav, som for eksempel når en selgende kunde misligholder sin ytelse i forhold til selgende megler og aksjekursen er stigende,(og tapet teoretisk sett kan bli uendelig).

Et annet moment ved betalingskravet er når en eventuell rett til å gjennomføre dekningssalg inntreffer, eller når den faller bort. Finnes det for eksempel en nedre beløpsgrense for når foretaket er gitt en rett? Siden foretaket kun har tilbakeholdsrett i de verdipapirer som er nødvendige for å sikre sitt krav, jfr. pkt. 4.4.2.4, vil det antakelig ikke gjøre det. Beløpets størrelse og de papirer som er holdt tilbake, og gjenstand for dekningssalg, vil til en viss grad korrelere.

Om oppdragsgiveren har betalt eller ikke vil også referere seg til det spesielle kontraktsforholdet. Utgangspunktet er at foretaket kun kan gjennomføre dekningssalg for de finansielle instrumentene som ”springer ut av oppdraget”, vphl. § 11-5 (1) og pkt 4.4.2.4.

5.3.3. Tidsfristen

Selve tvangssalget kan først skje tre dager etter den faktiske avtalte oppgjørsfrist. Dette vil i normaltilfeller bety seks dager etter handelsdag, jfr. pkt. 3.6. At selve salget først kan skje etter tre dager er ikke ment som en ekstra frist for sluttkunden, men som en beskyttelse for uforutsette og uforskyldte forsinkelser, bl.a. de forsinkelser som kan forekomme i oppgjørssystemene, se NOU 1995:1 s. 108.

Fristen var tidligere fem dager, jfr. vphl. 1985 § 45, § 6-5, men det var noe uklarheter knyttet til dekningsfallsretten, se under og pkt. 4.2.2.6. Fem dagers fristen opprinnelig foreslått opprettholdt, jfr. NOU 1995:1 s. 108, men ble allikevel innskrenket etter høringsuttalelser fra Kredittilsynet og NFMF:

”Tilsynet foreslår imidlertid en begrensning i fristen for å kunne foreta dekningsvalg fra fem dager etter oppgjørsdag, som foreslått av utvalget, til tre dager etter oppgjørsdag. Det er vist til den særskilte risiko for verdifall som vil kunne foreligge. Norges Fondsmeglerforbund ber om at det vurderes om ikke dekningsvalg bør kunne foretas umiddelbart etter oppgjørsfristens utløp. Som et alternativ mener Fondsmeglerforbundet at fristen bør erstattes med en formulering om at mislighold skal være konstatert eller at det er åpenbart at oppdragsgiver ikke kan eller vil betale.”

Grunnen til at tre dagers-fristen ble besluttet var at Finansdepartementet mente disse tre dagene klart ville holde for eventuelle forsinkelser i oppgjørssystemene. Videre ville Fondsmeglerforbundets forslag om at en straks kunne gjennomføre dekningsvalg etter at mislighold var ”konstatert eller ... åpenbart at oppdragsgiver ikke kan eller vil betale” medføre en for stor skjønnsfrihet for verdipapirforetak, NOU 1995:1 s. 108.

Fondsmeglerforbundets forslag om at dekningsvalg skulle vært mulig straks mislighold er konstatert, ville hatt en naturlig tilknytning til reklamasjonsfristen i vphl. § 11-7, se pkt. 8. Dersom mislighold er konstatert, kunne og burde oppdragsgiver reklamert straks, dersom det var noe å utsette på verdipapirhandelen. Blir ikke dette gjort vil det heller ikke vært noen grunn til å beskytte kunden ytterligere. Foretakets skjønnsfrihet er allikevel forholdsvis liten på grunn de krav som stilles til deres forretningsskikk etter vphl. § 9-2.

Tidligere var det også usikkert om bestemmelsen i vphl. 1985 § 45 var slik å forstå at dekningsvalg måtte finne sted innen fem dager for ikke å gå tapt, se Christiansen/Bjørland s. 351, som kom til denne konklusjonen. De mente å ha støtte for dette fordi fem dagers-fristen var ”begrunnet med hensynet til å begrense oppdragsgivers risiko”. Motsatt tolkning ble imidlertid lagt til grunn av Høyesterett i Rt. 1995 s. 1198 som opprettholdt uttalelsene fra Eidsivating Lagmannsretts dom 18. feb 1993. Det ble her uttalt at en eventuell kursrisiko ville

gå over på megler dersom unnlatt dekningsalg kunne betegnes som grovt uaktsomt. Vphl. § 11-5 (2) kan heller ikke forstås slik at retten vil gå tapt dersom ikke dekningsalg er gjennomført ved tre dagers-fristen, jfr. Bechmann mfl. s 763.

Hvis for eksempel en aksjekurs er svært stabil, og det er trolig at kunden kan gjøre opp for seg i løpet av kort tid, vil det ikke være uforsvarlig av foretaket å vente med dekningsalget. Et salg skal ikke fremtvinges av frister hvis det fører til en rimelig løsning å vente. Av denne grunnen vil det være urimelig dersom foretaket mister sin rett til å gjennomføre dekningsalg dersom det ikke gjøres straks etter tre dagers-fristens utløp.

At retten til dekningsalg ikke går tapt etter fristens utløp er også forutsatt i Oslo Tingretts dom 04.03.2004¹⁷, hvor dekningsalg først ble foretatt en uke etter tre dagers-fristen. Saken dreide seg om en kunde som ikke ville gjøre opp for seg, da han mente han hadde fått dårlig rådgivning. Kunden tapte fullstendig, og måtte erstatte tapet ved aksjehandelen.

Formålet med fristen er å beskytte mot uforutsette og uforskyldte forsinkelser i bl.a. oppgjørssystemet. Det er av den grunn klart at fristen kun løper på såkalte ”børsdager”, dvs. dager hvor det foretas oppgjør i VPS, noe som utelukker helger og helligdager. Fordi foretaket kun har en reell mulighet til å foreta oppgjør i VPS-registrerte papirer på virkedagene, vil mye tale for at det er en generell regel, se Bechmann mfl. s. 763.

I sammenheng med fristens lengde vil § 11-5 (2) siste komma være meget aktuell. En kan avtale både kortere og lengre frister enn de tre dagene, jfr NOU 1995: 1 s 108. For eksempel i derivatregelverket til NOS clearing ASA¹⁸. Her kan stengning iverksettes straks et mislighold er konstatert, grunnet den særskilte risikoen handel med derivater kan medføre.

Fristen på tre dager er også opprettholdt i NFMF's forslag til alminnelige forretningsvilkår pkt. 13 (2) nr 2. Hadde fristen vært satt kortere, som hos NOS, ville dette antakelig vært gyldig selv om typen handel ikke innebar noen økt risiko, jfr. avtalefrihet.

¹⁷ TOSLO-2003-18447, DnB NOR Bank ASA mot Mohammadi Hassan Ali

¹⁸ ”Regelverk handel med derivatkontrakter ved Oslo Børs ASA og clearing av handel med derivatkontrakter i NOS Clearing ASA”.

Hvis det i enkelte tilfeller avtales en kortere frist, vil det antakelig gi en bedret sikkerhet for foretaket. De har mulighet til å gjennomføre dekningssalg raskere, og vil være mindre utsatt for kurssvingninger. Kundens plikter, her primært betalingsplikten, vil derimot være skjerpet.

Partenes aktsomhet i forhold til reklamasjonsfristen vil også innskjerpes som følge av en kortere frist for dekningssalg.

5.3.4. Type instrument og dekningssalg

Dersom oppdragsgiveren ikke har betalt innen de tre ekstra dagene kan som kjøpende megler gjennomføre dekningssalg av de finansielle instrumentene. Er det aksjer, eller andre omsettelige verdipapirer som for eksempel obligasjoner, vil det innebære at de realiseres på vanlig måte, det vil si at de forsøkes solgt til best mulig pris, se pkt. 5.5.

I forhold til derivater vil antakeligvis ”salg” også omfatte stengningshandel i form av kjøp eller utstedelse av en motsvarende kontrakt som nettes mot den opprinnelige kontrakten. Stengingshandel vil si at man enten kjøper tilbake et derivat man har solgt, eller selger et derivat en har kjøpt. Den opprinnelige posisjonen oppveies dermed. Å innfortolke dette vil samsvare best med hensynene bak dekningstransaksjoner. At loven må forstås slik er også lagt til grunn i Bergo s. 552-553. For børssnoterte og clearede derivatkontrakter følger dette også av standardvilkårene for derivathandel pkt. 2.3.

Selve salget skal skje for sluttkundens regning. Dette medfører at kunden må dekke de kostnader som er knyttet til salget, herunder for eksempel handelsavgift til børsen. Videre vil det bety at dersom det etter gjennomført dekningssalg er gevinst som skriver seg fra instrumentene skal denne tilfalle oppdragsgiveren. Ifølge Bechmann mfl. s. 764 kan verdipapirforetaket velge å heve avtalen i slike tilfeller fremfor å gjennomføre dekningssalg, slik at gevinsten vil tilfalle foretaket. Hvis derimot salget medfører tap, vil det følge av alminnelige erstatningsregler i kontraktsforhold at meglers tap må dekkes av sluttkunden, se pkt 5.6.

5.3.5. ”Krav”

Årsaken til at foretaket er gitt en rett til dekningssalg, er for å dekke sine krav.

Verdipapirforetaket kan motregne kjøpesummen med kravet det har på sluttkunden.

”Krav” er det som følger av første ledd; kjøpesum, kurtasje ved kjøp, handelsavgifter ved kjøp og eventuelle andre kostnader.

Hvorvidt verdipapirforetaket har krav på kurtasje, avgifter og andre kostnader ved dekningsalg i tillegg til det som knytter seg til det forutgående kjøpet er noe usikkert, jfr. Bechmann mfl. s. 764:”... gode grunner taler for det dersom salget innbærer gevinst...”. Som det følger under pkt 5.6 er det antakeligvis lite aktuelt at det i det hele tatt blir gjennomført dekningsalg etter § 11-5 hvis det medfører gevinst. Dersom et dekningsalg innebærer tap, kan det se ut som Bechmann mfl. mener at kurtasje og handelsavgifter ikke er omfattet av ”krav”. Dette vil imidlertid foretaket antakelig kunne oppnå på erstatningsmessig grunnlag, jfr. Christiansen/Bjørland s. 353. Siden det er den forskjellen at kurtasje er ”frivillig” for foretaket, mens handelsavgifter pålegges av børs/oppgjørssentral, trekker det i retning av at ihverfall handelsavgiftene er omfattet av ”krav”.

I og med at kurtasje er klart omfattet av ”krav” etter § 11-5 (1) synes det mest naturlig at det også er omfattet etter annet ledd. Det er naturlige kostnader som knytter seg et kjøp/salg. Hvis det ikke blir omfattet påføres verdipapirforetaket et uforskyldt tap på grunn av kjøpers mislighold.

5.3.6. Et rådighetsvilkår?

Retten til dekningsalg er en følge av tilbakeholdsretten. Som det fremgår av pkt. 4.2.2.6 er utgangspunktet er at kjøpende meglers tilbakeholdsrett er betinget av at han har de aktuelle verdipapirer i sin besittelse. Hvis kjøpende megler hadde gjennomført et salg av papirer fra kjøpers VPS-konto for å dekke inn et eventuelt tap, ville det kunne tenkes å være underslag. Megler kan normalt ikke gå inn på kunden vps-konto etter eget forgodtbefinnende. Samme oppfatning hadde Etisk Råd i avgjørelse 6/1995:

”Dersom de aktuelle verdipapirene er overført til kundens VPS-konto har foretaket, etter Rådets oppfatning, ikke tilstrekkelig rådighet over verdipapirene til å kunne utøve sin ... salgsrett. Dette må gjelde også for de tilfeller der foretaket er kontofører for den aktuelle VPS-konto. Rådet viser i denne sammenheng til at et salg fra en slik konto fordrer en uttrykkelig frigivelse fra kunden”.

Det er ikke absolutt nødvendig at kjøpende megler har en positiv adgang til å råde over de finansielle instrumentene. Det avgjørende er antakelig – sml håndpant – at kjøper ikke har fått

rådigheten slik at kjøpende megler effektivt kan bestemme om og eventuelt når kjøper skal få rådigheten.

Høyesterett har også tillatt et foretak tilgang til kunders konto uten særskilt tillatelse, jfr. Rt. 1998 s. 989. Saken gjaldt et foretaks adgang til å tilbakeføre feil utbetalte penger, *condictio indebiti*. Høyesterett diskuterte ikke hvorvidt foretaket hadde adgang til å gjøre dette, men forutsatte at de kunne. Siden det gjaldt tilbakeføring, vil avgjørelsen ikke være et særlig sterkt argument når det gjelder dekningsalg. Den åpner antakelig for at foretaket i enkelte tilfeller kan selge verdipapirer plassert på en kundens konto uten særskilt frigivelse.

Som nevnt i pkt. 4.2.2.6, er det eventuelle rådighetsvilkåret som måtte følge av vphl. § 11-5 (2) ikke tatt hensyn til i NFMF forslag til forretningsvilkår, jfr. pkt 13:

”Dersom de aktuelle finansielle instrumenter er overført til kundens verdipapirkonto i VPS eller annet tilsvarende rettighetsregister for finansielle instrumenter anses kunden å ha frigitt de finansielle instrumentene eller å ha gitt fullmakt til slik frigivelse for gjennomføringen av dekningsalg.”

Foretaket er gitt en betydelig utvidet rett i henhold til de synspunkter Bechmann mfl. s. 762 mener følger av vphl. § 11-5 (2) og Christiansen/Bjørland s. 353 mente at fulgte av vphl. 1985 § 45. Imidlertid har ikke forfatterne av kommentarutgavene til vphl. av 1985 og 1997 tatt stilling til hvorvidt man kan avtale seg vekk fra rådighetsvilkåret.

Rådighetsvilkåret som antakelig følger av vphl. § 11-5 (2), vil ikke lenger være relevant dersom en legger NFMF's forretningsvilkår til grunn i kontraktsforholdet. Det er ikke noe krav at verdipapirene fortsatt er registrert på foretakets VPS-konto, dvs. at de ikke er overført til kunden. Kravet til konneksitet som i utgangspunktet følger av § 11-5 (1) er da bortfalt.

Kan man avtale seg vekk fra rådighetsvilkåret i henholdt til dekningsalg? Kan foretaket ved å anvende vilkårene til NFMF utvide sin rett til dekningsalg?

Hovedregelen er at verken vphl. § 11-5 eller alminnelig kjøpsrett er preseptorisk. Kravet til konneksitet mellom det tilbakeholdte og det som skal selges, som følger av vphl. § 11-5, kan fravikes ved avtale.

Dekningsalgsretten er en naturlig følge av foretakets rett til å holde tilbake verdipapirene. Det skulle ut i fra et slikt synspunkt ikke samsvare med det som er sagt over vedrørende

tilbakeholdsretten, pkt 4.2.2.5, dersom verdipapirforetaket ikke ble gitt en slik utvidet rett til å gjennomføre dekningsalg som følger av NFMF' alminnelige forretningsvilkår pkt. 13.

Foretaket ikke trenger å ha positiv rådighet over verdipapirene som skal være gjenstand for dekningsalg.

Ved tilfeller der kunden anses som profesjonell, jfr. pkt. 3.3.1, er denne utvidede retten klar. Derimot vil det kunne diskuteres hvorvidt foretaket også har denne retten absolutt ved andre kunder. Det må i alle tilfeller gjelde en skjerpet aktsomhetsplikt med henhold til om forretningsvilkårene er vedtatt av kunden eller ikke. Siden foretakets sikkerhetsrett etter NFMF's forretningsvilkår pkt. 13 er såpass bedret til fordel for foretaket, i forhold til hva lovgiver mente det var behov for,

"... må utgangspunktet være at megler har et ansvar for den manglende kunnskap. Spesielt strenge handlingsregler burde megler ha redegjort nærmere for, og megler burde forvisse seg om at kunden hadde satt seg inn i regelverket ved å innhente hans underskrift som bekreftelse for dette."

jfr. Oslo Tingretts dom 11.10.2004¹⁹.

Se imidlertid pkt. 4.2.2.5 vedrørende NFMF Etisk Råds avgjørelse nr. 2003/09 og holdbarheten i Oslo Tingretts dom 11.10.2004.

5.3.7. Kan retten inntre før tre dagers fristen?

Antesipert mislighold vil si forventet mislighold. Foretaket kan i disse tilfellene med større eller mindre grad av sikkerhet anta at mislighold vil inntre, og sanksjonere på dette grunnlag.

Forventet kontraktsbrudd er behandlet i kjl. §§ 61 flg. Det stilles forholdsvis strenge vilkår for at det kan sies å foreligge antesipert mislighold, jfr. *"alvorlig svikt"* og *"ikke kommer til å oppfylle en vesentlig del"*. Etter kjl. § 62 kreves det videre et kvalifisert synbarhetskrav for at hevning skal kunne gjennomføres, jfr. *"klart"*. Kravet til at det sannsynligvis inntre et kontraktsbrudd er sterkt før parten gis en rett til å heve.

NFMF Etisk Råd la i avgjørelse nr. 1997/9 en forholdsvis streng norm til grunn vedrørende antesipert mislighold:

"Etter prinsippene om antecipert mislighold vil Norse (foretaket) kunne være berettiget til tilbakehold av sin ytelse dersom det fremgår av klagers (kundens) "handlemåte" eller det foreligger en "alvorlig

¹⁹ Saksnr. 03-014893TVI-OTIR/06 Olav Reinsnos mot Terra Securities ASA

svikt i hans kredittverdighet eller evne til å oppfylle en vesentlig del av sine plikter”, jfr. kjøpslovens § 61. Dersom retten til slikt tilbakehold eller innstilling av leveranse skal utøves, skal den som tilbakeholder eller innstiller varsle den annen part som da kan stille betryggende sikkerhet slik at handelen kan gjennomføres. Er det i tillegg klart at det vil inntre kontraktsbrudd, kan selgeren heve salget, med mindre kjøperen stiller betryggende sikkerhet, jfr. kjøpsloven § 62. reglene om antecipert mislighold supplerer verdipapirhandellovens regler og foretakens forretningsvilkår. De nevnte bestemmelser regulerer for eksempel hva en sleger kan gjøre ved forventet kontraktsbrudd, mens verdipapirhandellovens § 6-5 regulerer en tilbakeholdsrett ved faktisk inntrådt mislighold.”

Man må antakeligvis vurdere hver enkelt situasjon før foretaket gis en rett til å gjennomføre dekningsalg. Mislighold i ett kontraktsforhold kan ikke direkte være kvalifisert antasipert mislighold i andre kontraktsforhold mellom de samme parter. Hva som skal til for at verdipapirforetaket gis rett til å gjennomføre dekningsalg, er trolig mindre kvalifisert og mindre strengt, enn det som skal til før de er pålagt en plikt til å gjøre det. Foretaket har en rett til å selge før det har en plikt, se pkt 5.4.3.

Det er også i NFMF's forslag til alminnelige forretningsvilkår pkt. 13 bestemt at foretaket, ved mislighold, kan ”erklære alle uoppgjort handler som misligholdt ...”. Det vil si at foretaket bl.a. er gitt en rett til å gjennomføre dekningsalg av alle kontrakter med denne kunden, såfremt verdipapirene ikke er overflørt til kunden VPS-konto. Med andre ord at dette misligholdet er et kvalifisert antasipert mislighold.

5.4. Kjøpende meglers plikt?

5.4.1. Innledning

”Rådet finner innledningsvis å bemerke at det klare utgangspunkt ved kjøp og salg av verdipapirer er at kunden selv har risikoen for sine investeringer, og for eventuell tap og gevinst”, jfr. NFMF Etisk Råds avgjørelse nr. 2001/03.

Vphl. § 11-5 (2), som erstatter § 45 (2) i vphl. 1985, gir kun verdipapirforetaket en rett til å gjennomføre en dekningsransaksjon, ingen generell salgspunkt. Den tidligere bestemmelsen var mye omdiskutert, og det var delt syn på hvorvidt den i første rekke ga fondsmeglerforetakene en rett til dekning for sine krav, eller om den også ga foretakene en plikt til å gjennomføre dekningsalg for å begrense tapet for kunden, jfr. ot.prp. nr 15 (95-96)

pkt. 5.1.2. I Eidsivating lagmannsretts dom 18. februar 1993, som ble opprettholdt av Høyesterett, jfr. Rt. 1995 s. 1198, ble det lagt til grunn at kursrisikoen ikke automatisk går over på megleren ved et forsømt dekningssalg. Retten konkluderte med at kursrisikoen går over på megleren dersom meglerens vurderinger kan bebreides ham som grovt uaktsomme. Den samme normen burde ifølge retten legges til grunn dersom megleren helt har unnlatt å vurdere dekningssalg. Rettens vurderinger må antas å fortsatt være gjeldene, fordi vphl. § 11-5 kun er en videreføring av vphl. 1985 § 45.

Etter nåværende vphl. vil det ikke kunne innfortolkes noen generell plikt til å gjennomføre dekningssalg, jfr. bl.a. ot.prp. nr. 15 (95-96) pkt. 5.2.3.: ”*Det foreslås ingen plikt til å foreta dekningssalg*”. Se også NOU 1995:1 s 107 flg.:

” Etter utvalgets syn er det ikke behov for særskilte regler til beskyttelse av en kunde som ikke betaler de finansielle instrumenter vedkommende har kjøpt, som skiller seg fra regler om kunder som ikke gjør opp for seg ved andre typer kjøp.”

Begrunnelsen for vurderingen er å hindre spekulasjon. For eksempel en kunde som ikke betaler på avtalt oppgjørssdag. Etter purring betaler oppdragsgiveren dersom de innkjøpte verdipapirene har steget i verdi siden handelsdagen. Dersom verdipapirene derimot har sunket i verdi hevder oppdragsgiveren at de skulle vært solgt, og at meglerforetaket må bære det kurstap som er oppstått fra handelsdag til eventuell oppgjørssdag. Christiansen/Bjørland s 351-352, mener at megler kun har en plikt til å forsøke å selge verdipapirene, men ikke nødvendigvis til faktisk å gjennomføre et salg. Dette vil i og for seg være noe selvsagt, da man ikke kan ha en plikt til å gjøre noe umulig. Det kan faktisk hende at verdipapirene ikke lar seg avhende innen en rimelig frist til en forsvarlig kurs. Vurderingsmomentene om hvorvidt en plikt til å forsøke foreligger, er verdipapirets likviditet, dvs. hvor lett det er å gjennomføre salg til riktig kurs, og dets implisitte volatilitet, dvs. hvorvidt det er fare for store kurssvingninger/-forandringer ved å avvente dekningssalg. Christiansen/Bjørland viser videre til alminnelige erstatningsrettslige prinsipper og reglene for erstatning i kontraktsforhold, samt ”god meglerskikk”, s. 352.

Ifølge Bechmann mfl. s. 763 skal det også etter vphl 1997 anvendes alminnelig kontraktsrett vedrørende vurderingen av foretakets eventuelle plikt til å gjennomføre dekningssalg.

I ethvert kontraktsforhold gjelder et generelt prinsipp om gjensidig lojalitet mellom partene. Det er en tendens i rettspraksis til at kravet til lojalitet er blitt skjerpet de senere år, jfr.

Hagstrøm s. 73. "Lojalitet" innebærer at en skal ta visse hensyn til den annen part i avtaleforholdet. Plikten begrenses av den plikt parten har til å ivareta sine egne interesser. Kravet til lojalitet vil skjerpes og senkes avhengig av hvilke styrkeforhold det er mellom partene. Det gjør seg også gjeldende med ulik styrke avhengig av hva slags kontraktsforhold det er tale om. Enkelte kontraktsforhold går rett og slett ut på at den ene parten skal ivareta den annens interesser, eks vphl. § 9-2. Lojalitetsplikten stiller "... *krav til aktsom og lojal opptreden...* Dette kravet til aktsomhet og lojalitet må gjelde ikke bare ved stiftelsen, men så lenge forpliktelsen består...", jfr Rt. 1988 s. 1078.

Både kravet til god forretningsskikk og tapsbegrensningsplikten kan ses på som en del av grunnprinsippet om lojalitet i kontraktsforhold.

5.4.2. § 9-2's betydning

Vphl. § 9-2 fastsetter et grunnleggende krav om god forretningsskikk for verdipapirforetak. Bestemmelsen har både en offentligrettslig side, ved at brudd på den kan medføre offentligrettslige sanksjoner, så vel som en privatrettslig side, typisk at brudd kan medføre erstatningsplikt. I anledning spørsmålet om kjøpende megler har plikt til å gjennomføre dekningsalg av kjøpers verdipapirer, vil § 9-2 kunne gi føringer til både om en eventuell plikt inntreffer og i så fall når den skal inntreffe.

Kravet om at foretakene skal utøve "god forretningsskikk" er en rettslig standard, dvs at den innfører en handlenorm som er ment å være gjenstand for en viss utvikling, og at betydningen av vurderingsmomentene både vil kunne skjerpes og svekkes avhengig av hvilken situasjon det dreier seg om. Kravet til aktsomhet overfor en uprofesjonell kunde er klart strengere enn overfor en profesjonell, se pkt. 3.3.1. § 9-2 vil gi føringer for hvordan vphl's andre bestemmelser er å forstå.

De sentrale hensynene bak vphl. § 9-2 er investor- eller kundebeskyttelse og markedets integritet. Hensynet til investorbeskyttelse må imidlertid avveies mot de byrder og kostnader alternative handlemåter eller tiltak ville kreve fra foretakenes side, og selvfølgelig markedets integritet. Enkeltkunders interesse vil ofte vike for markedets generelle interesser. Imidlertid må en også huske på at hensynet til markedets integritet ivaretas gjennom et krav til at foretakene utøver sin virksomhet i overensstemmelse med god forretningsskikk.

I henhold til vphl. § 9-2 (1) 2. pkt. skal verdipapirforetak ivareta ”*kundenes interesser ... på beste måte*”. Dette gjelder som overordnet, hovedvekten skal ligge på kundebeskyttelse. Kravene som stilles til foretaket etter § 9-2 (1) skal vurderes på bakgrunn av kundens profesjonalitet, jfr. § 9-2 (2), se pkt. 4.3.2.

5.4.3. Før tre dagers fristen?

Det foreligger ikke en generell salgsplikt for foretaket, jfr ot.prp. nr. 15 (95-96) pkt 5.2.3. Den alminnelige tapsbegrensningsplikten i kontraktsforhold må da antas å regulere spørsmålet, noe som også etter omstendighetene kan innebære en plikt for verdipapirforetaket til å selge aksjene tidligere enn etter utløpet av tre dagers fristen, jfr. Bechmann mfl. s. 763.

Dette vil først og fremst være aktuelt der det foreligger er klart antepert mislighold som foretaket kjenner eller burde kjenne til. I og med at foretaket kan ha en rett til å gjennomføre dekningsalg før de tre dagene er gått, jfr. pkt. 5.3.7, vil det også være mulig at de har en plikt. Imidlertid må denneplikten være meget streng. Det kan absolutt ikke legges til grunn at plikten og retten inntreffer samtidig. Det er antakelig ikke nok med et klart forventet mislighold fra kunden, men det må sannsynligvis også kreves andre ekstraordinære forhold, som for eksempel markedskollaps, mv. I og med at det i utgangspunktet kreves grov uaktsomhet før kursrisikoen går over på megler etter at fristen er utløpt, jfr. Eidsivating Lagmannsretts dom 18. februar 1993, taler det for at en plikt før tre dagers fristens utløp er nærmest utenkelig. Selv om en plikt oppstår vil antakeligvis allikevel kunden beholde kursrisikoen, for eksempel ved markedskollaps.

Denneplikten må også modifiseres i forhold til vphl. § 9-2. Antakelig vil det ikke i noen tilfeller foreligge en plikt der kunden anses som profesjonell.

5.4.4. Finnes en generell tapsbegrensningsplikt?

Begrunnelsen for tapsbegrensningsplikten i kontraktsforhold er rettferdighets- og rimelighetsbetraktninger og et ønske om å motvirke sløsing.

Tapsbegrensningsplikten har en generell lovforankring i skadeerstatningsloven § 5-1 nr. 2: ”Som medvirkning reknes det også når den direkte skadelidte eller erstatningssøkeren har latt

være i rimelig utstrekning å fjerne eller minske risikoen for skade eller etter evne å begrense skaden.” I verdipapirhandel hjemles tapbegrensningsplikten i kjl. § 70 (1).²⁰

Kjl. § 70 (1) pålegger verdipapirforetaket ved ”rimelige tiltak” å ”begrense sitt tap”. Forsømmer foretaket dette, vil det måtte bære en del av tapet selv, jfr ot.prp. nr 80 (1986-1987) s. 128. Hvis for eksempel verdipapirforetaket unnlater å gjennomføre dekningssalg, hvor det er klart at kunden ikke kan eller vil betale, og de aktuelle verdipapirene er lette å selge, kan foretaket ha økt risiko for å måtte bære en del av det tap som eventuelt er oppstått. Foretaket pålegges m.a.o. aktivt å forsøke og redusere sitt eget tap. Tiltaket til verdipapirforetaket vil være og gjennomføre et dekningssalg. Ved vurderingen skal det også tas hensyn til hva som med rimelighet kan ventes av parten. Innen aksjehandel må tilgangen til et likvid marked for det aktuelle verdipapir være sentralt, dvs. at foretaket har mulighet til å gjennomføre dekningssalg på forsvarlig kurs.

Et utslag av prinsippet om tapsbegrensning finnes også i kjl. § 68. Bestemmelsen forstås slik at hvis en part skal få full dekning for sin positive kontraktsinteresse, må han for det første ha gjennomført dekningssalget på en ”forsvarlig måte”. Om transaksjonen er forsvarlig foretatt må skje etter en samlet vurdering av pris, omsetningskanaler, transaksjonskostnader, øvrige vilkår og tiden parten har til rådighet, jfr. ot.prp. nr. 80 (1986-1987) s. 126. For et verdipapirforetak med elektroniske børs-tilknyttede handelssystemer, vil aksjens likviditet i forhold til/og størrelse på den gjeldende posten være avgjørende. For det annet må transaksjonen skje ”innen rimelig tid”. Dette kravet er for å hindre spekulasjon ved at parten venter med transaksjonen. Dersom en dekningstransaksjon ikke blir gjennomført på forsvarlig måte og innen rimelig tid må tapet antakelig beregnes etter gjengs pris – hva det ville vært mulig å oppnå dersom det var gjennomført korrekt., se ot.prp nr. 80 (1986-1987) s. 126. Ved børsnoterte aksjer kan kurser til enhver tid fremskaffes ved henvendelse til Oslo Børs.

En kontraktsparts plikt til å begrense sitt tap, gjennomføre dekningssalg, la også Høyesterett til grunn i Rt. 1954 s. 482 (hvaloljedommen):

”... det må antas å følge av alminnelige kontraktsrettslige synsmåter at en kjøper så langt råd er, i alminnelighet bør søke å motvirke de økonomiske følger av at et salg strander, og at denne hans plikt oppstår når han blir klar over at selgeren ikke kan levere etter kontrakten”.

²⁰ Den er videre kommet til uttrykk i kjl. § 70 (1), avhendingsloven § 7-2 (1), håndverkertjenesteloven § 30 (2), bustadoppføringsloven §§ 19 (3) og 36 (2), husleieloven § 2-14 (4) og forbrukerkjøpsloven § 54 (1).

Dommens resultat er uttrykkelig forutsatt opprettholdt i kommentarene til kjl. § 68 i ot.prp. nr. 80 (1986-1987) s. 127.

Uttalelsen fra hvaloljedommen oppstiller også et delvis svar på det særskilte spørsmål om når tapsbegrensningsplikten inntreffer. Det sikre utgangspunktet må være at det foreligger et aktuelt eller antisipert mislighold, og at verdipapirforetaket kjente eller burde kjenne til dette. Når misligholdet er aktuelt inntreffer verdipapirforetakets plikt til å gjennomføre en dekningstransaksjon inntre raskt, jfr Rt. 1920 s. 458:

” paa aldeles avgjørende maate har tilkjendegit sin beslutning om ikke at ville levere ... var ... saavel berettiget som forpliktet til, saasnart han dertil fik anledning ... at dække sig ved innkjøb av saadanne aktier”.

Høyesterett har også uttalt seg om verdipapirforetakets plikt til å gjennomføre dekningsalg i et obiter dictum, jfr Rt. 1995 s. 1198: *”... megleren pålegges riktignok en salgspflicht ved manglende oppgjør...”*.

Videre er plikten fastslått av NFMF's Etske Råd i avgjørelse 10/97: *”Rådet vil også peke på at foretaket har en plikt til å begrense kundens tap, noe som følger av alminnelige erstatningsregler”*.

Uttalelser fra Oslo Tingretts dom av 17. november 1992, som gjaldt dekningsalg etter vphl. 1985 § 45, belyser problemstillingen over:

”Det er kjøperen som har kursrisikoen som følge av sitt mislighold, men meglerforetaket vil ha en plikt til å søke å begrense skadens omfang. Dette følger av alminnelige erstatningsregler, men har også sin forankring i vphl. § 39²¹ hvorefter megler skal ivareta oppdragsgivers tarv med omhu. Dekningsalget må foregå med dette for øyet. Dersom kursen på de aktuelle papirer er fallende må foretaket gjennomføre et raskt dekningsalg for derved å begrense tapet mest mulig. Det bør antakeligvis stilles relativt strenge krav til foretakets skjønnsutøvelse i denne forbindelse. Kan foretaket påføres en uaktsom opptreden her bør det legges til grunn at kursrisikoen går over på foretaket, slik at det må ta det tap, helt eller delvis, som oppstår.”

²¹ Tilsavrende vphl. § 9-2 (1)

5.5. Børskurs – rimelig kurs

”Dekningssalg som nevnt i annet ledd, skal foretas til børskurs eller en kurs som etter markedet stilling er rimelig”²²

At dekningssalg skal skje til børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig er også et utslag av prinsippet i vphl. § 9-2 om at verdipapirforetaket skal ivareta og sette oppdragsgiverens interesser i sentrum.

Med børskurs må en anta at børsnoteerte papirer kan legges ut i markedet for salg med den salgsspris som de kan antas å oppnå på salgstidspunktet, at-the-market. Det vil si at posten selges direkte til beste tilgjengelige kjøpstilbud, hvis det finnes. Det er selvfølgelig forutsatt at det er et likvid verdipapir. Finnes det ingen kjøpere på det aktuelle verdipapiret, settes en kurs ut fra tidligere handler som er forsvarlig i forhold til markedet.

Ifølge Bechmann mfl. s. 765 kan foretaket, hvis det er mest praktisk, selge store poster til beste kurs uten å tenke for eksempel på et forsiktig nedsalg hvor en kunne oppnådd bedre kurs. Det må allikevel antas gå en grense for hvordan de kan foreta et dekningssalg. Foretaket må antakelig vise varsomhet med henhold til metode ut i fra et hensyn til markedet, så nedsalget ikke fører til unødig kurspåvirkning. Andre faktorer, som for eksempel at det er et svært volatil verdipapir, at det er nær resultatfremleggelse for selskapet, svingende likviditet, mv kan i utgangspunktet ikke kunne avgjøre om når et dekningssalg skal kunne foregå.

Børsnoteerte finansielle instrumenter vil ikke kunne selges utenfor bør til kurs som er lavere enn siste noteerte kjøperkurs, jfr. Bechmann mfl. s. 765. Dette synspunktet må antakelig kunne modifiseres noe for eksempel hvis et verdipapir er inne i en sterk fallende trend, eller der man selger en stor post utenfor bør til en lavere kurs, og hindrer den negative kurspåvirkningen dekningssalget over bør ville medført. Det er dessuten vanlig praksis, at store poster selges utenfor bør, med en rabatt i forhold til børskurs.

Den ”kurs som etter markedets stilling er rimelig” er antakelig mest aktuell for ikke-børsnoteerte instrumenter. Hva som er rimelig kurs vil variere. Dreier det seg for eksempel om aksjer kan en på den ene siden gjøre selskapsanalyser, se på historie med mer. På den annen side kan en ikke forvente at verdipapirforetaket skal gjøre omfattende analyser for å få solgt

²² Jfr. vphl. § 11-5 (3)

aksjene til riktig pris. Ut i fra et økonomisk liberalistisk synspunkt kan en si at det markedet er villig til å betale, er riktig pris. Å oppstille en generell regel i henhold til riktig pris er ikke mulig.

Det sentrale er at man oppnår en pris som etter ”markedets stilling er rimelig”. Hvis kravet til pris er oppfylt, kan man heller ikke se bort fra at verdipapirforetaket kan tre inn som motpart i handelen, jfr. Bechmann mfl. s. 765. Det avgjørende er at kunden ikke blir påført et større erstatningskrav enn det som er nødvendig. Dette følger også av Etisk Råds avgjørelse 10/1997:

”Rådet kan imidlertid ikke se at det finnes tilstrekkelig grunnlag for å fastslå at et dekningssalg mot egen bok er i strid med vphl § 45. Rådet vil i denne sammenheng peke på at foretaket også har et ansvar for å begrense kundens tap, noe som følger av alminnelige erstatningsregler. I forhold til å begrense kundens tap kan et dekningssalg mot egen bok være fullt forsvarlig for eksempel i tilfeller der en post er vanskelig omsettelig i markedet eller der det kan være hensiktsmessig å søke å akkumulere posten sammen med andre for senere videresalg. Legger man videre til grunn at dekningssalget mot egen bok gjøres til børskurs eller en kurs som etter markedets stilling er rimelig kan Rådet ikke se at det ut fra kundens synsvinkel skal være noe å innvende et slikt salg.”

5.6. Oppgjør etter gjennomført dekningstransaksjon

Etter at en dekningstransaksjon er gjennomført kan det bli spørsmål om hvem som må dekke det tap som eventuelt er oppstått, eller hvem den eventuelle gevinsten skal tilfalle.

For at en skal kunne kreve erstatning i kontraktsforhold, må det foreligge et tap. Videre skal tapet skyldes mislighold fra den annen parts side, og det må normalt ha vært innenfor dennes kontroll, jfr. kjl. § 27. Selv om utgangspunktet er kontrollansvar, kan det tenkes i enkelte tilfeller at ansvarsgrunnlaget skal være rent objektivt, eks ved pengemangel. Tapet som oppstår må også være påregnelig og rimelig i forhold til misligholdet.

Der en kjøpende megler må gjennomføre dekningssalg fordi kjøper ikke oppfyller, vil det kunne føre til både gevinst og tap. Blir dekningssalget foretatt til en kurs som er høyere enn det kjøpende megler betalte for aksjene, medfører transaksjonen gevinst. Motsatt vil det føre til tap hvor et dekningssalg gjøres til kurs lavere enn det kjøpende megler betalte for aksjene.

Når en dekningsstransaksjon medfører gevinst blir det et spørsmål om denne skal tilfalle kjøper eller kjøpende megler.

Dersom det blir gevinst etter at kjøpende megler har gjennomført et dekningsalg er det noe usikkert hvem gevinsten skal tilfalle. I henhold til NFMF er løsningen at gevinsten skal tilfalle foretaket, jfr. her de alminnelige forretningsvilkårene pkt 13 fjerde ledd. Bechmann mfl. har imidlertid inntatt det motsatte standpunktet, s. 764. Siden et salg etter vphl. § 11-5 skal skje ”for oppdragsgivers regning” mener de at også en eventuell gevinst, med fradrag for omkostninger, måtte tilfalle kunden. Et alternativ for verdipapirforetaket, for å få en eventuell gevinst, vil være å heve avtalen fremfor å gjennomføre dekningsalg etter § 11-5.

Dekningsalg i medhold av vphl. § 11-5 som medfører gevinst, vil antakelig ikke skje, med mindre det er en helt ekstraordinær situasjon. Enhver person, her kunden, vil for eksempel kunne gå til en bank å få låne penger ved en garantert gevinst. Mislighold av betalingsforpliktelsen vil derfor antakeligvis sjelden eller aldri oppstå i praksis.

At en eventuell gevinst skal tilfalle kunden, hvis det under ekstraordinære omstendigheter skjer dekningsalg i et slikt tilfelle, ble også slått fast av Etisk Råd i avgjørelse nr. 1997/30. Rådet uttalte at ettersom aksjer i henhold til vphl. § 45 var solgt for klagers regning og risiko, måtte klager ha krav på netto gevinst på samme måte som han ville vært ansvarlig for et eventuelt tap.

Dersom en dekningsstransaksjon fører til tap, blir det spørsmål om hvem som skal dekke tapet. Etter alminnelige erstatningsregler i kontraktsforhold er utgangspunktet at kunden må dekke det tap som oppstår, såfremt de ovennevnte vilkårene er oppfylt. Det samme er også inntatt i NFMF's vilkår pkt. 13 fjerde ledd: ”... med mindre kunden kan godtgjøre ... at årsaken til at oppgjøret ikke skjedde ikke kan legges ham til last”.

Den prinsipale metoden for erstatningsberegningen ved en dekningsstransaksjon er prisforskjellen. Tap i form av prisforskjell oppstår typisk ved prisendringer i markedet, eks verdipapirmarkedet. Kompensasjonen for prisforskjellen er et substistutt for den andre parts hovedforpliktelse.

I kjøpsloven gis det detaljerte regler for beregning av prisforskjell, og de samme må antas å gjelde for verdipapirhandel. Vanligvis vil dette imidlertid ikke by på store problemer, spesielt hvis dekningsstransaksjon er gjennomført rettidig. Prisforskjellen kan beregnes både der kreditor har gjennomført en dekningsstransaksjon og der han ikke har foretatt seg noe. Beregningen følger av kjl. §§ 68 og 69. Bestemmelsene gir ikke uttrykk for noe annet enn det som følger av alminnelige erstatningsprinsipper.

For eksempel: A kjøper likvide børsnoteerte aksjer, m.a.o. lette å selge, gjennom et verdipapirforetak til kroner 100. På oppgjørssdag betaler han ikke for aksjene. Dag fire etter oppgjør har aksjene sunket til halve verdien, kroner 50. Foretaket kontakter kunden som da gjør det klart at han ikke har tenkt å betale. Foretaket gjennomfører ikke deknings salg av aksjene før to dager etter dette. Aksjene har da sunket til en fjerdedel av den opprinnelige kjøpesummen, dvs. kroner 25. Det er for det første klart at foretaket hadde en rett til å selge aksjene tre dager etter oppgjør. Antakeligvis hadde de også en plikt til å gjøre det den dagen de kontaktet kunden, og det ble klart at han ikke ville betale. Etter gjennomført deknings salg vil da foretaket ha krav på kroner 50 fra kunden; differansen mellom den opprinnelige oppgjørssummen og det foretaket ville ha fått dersom de solgte aksjene den dagen plikten til å gjennomføre deknings salg inntrådte.

5.7. Dekningsstransaksjon er umulig eller uhensiktsmessig

Enkelte ganger kan det tenkes at dekningsstransaksjon er umulig eller uhensiktsmessig å gjennomføre. Som eksempel kan nevnes når det er så liten realverdi igjen at et eventuelt overskudd blir spist opp av kurtasje og avgifter, at verdipapiret er så lite likvid at det ikke er mulig å bli kvitt det til andre enn kunden, eller at papiret er inne i en såpass sterk stigende trend at foretaket er meget godt sikret. Dette vil relatere seg til både kjøpende meglers rett og plikt til å tvangsselge verdipapirene; Selv om kjøpende megler har en rett til å gjennomføre deknings salg vil det for eksempel kunne være uhensiktsmessig dersom de er godt sikret ved en stabil kurs, og et eventuelt deknings salg kan ødelegge en ellers god kunderelasjon. Når kjøpende megler i utgangspunktet har en plikt til å selge papirene, kan det tenkes at denne plikten bortfaller for eksempel på grunn av at det ikke er noen realverdi igjen av verdipapirene, se pkt. 5.4.4.

6. Asal. § 10-12, jfr. § 2-13 og forholdet til vphl. § 11-5

En aksjeemisjon gjennomføres for å skaffe egenkapital til det aksjeutstedende selskapet, enten ved stiftelsen eller ved forhøyelse av aksjekapitalen. Den følgende drøftelsen er basert på tegningsemisjoner i allmennaksjeselskaper, asal. kap. 10 del I, dvs. hvor det skjer ved nytegning av aksjer.²³

Beslutning om emisjon treffes av generalforsamlingen. Når først emisjonen er vedtatt av selskapet, legges den ut for tegning. For tegningen gjelder særlige regler for formkrav og opplysningsplikt, jfr. asal. § 10-7. Når tegningen finner sted kan det sees som et tilbud om kjøp av aksjer og som et løfte om å betale de aksjer som er tegnet. Rett etter tegningsperioden kommer vanligvis innbetalingsdatoen, og straks det er betalt, registreres emisjonen i Foretaksregisteret.

Et selskap kan ordne det praktiske med gjennomføringen av emisjonen selv, eller arbeidet kan settes bort til en emisjonsleder, tilrettelegger. Denne emisjonslederen er vanligvis et verdipapirforetak.

Bindende tegning av aksjer skjer enten ved tegning i protokollen for generalforsamlingen eller styremøtet som beslutter emisjonen, eller ved tegning på et særskilt tegningsformular som er inntatt i prospektet, asal § 10-7, jfr § 10-18. Tegning på annen måte er ikke bindende for verken selskapet eller tegneren, jfr § 10-7 (3).

Utgangspunktet er at aksjetegning er grunnlag for et rettsforhold mellom selskapet og tegneren. Aksjetegning er dermed underlagt de alminnelige avtalerettslige og obligasjonsrettslige regler for gjensidig bebyrdende avtaler.

Dersom en tegner misligholder sin betalingsforpliktelse, må det foretas spesielle varslingsrutiner etter asal. § 10-12 (4), jfr. § 2-13 (3), før et eventuelt tvangssalg kan foretas. Tvangssalg vil i denne sammenheng si at selskapet har adgang til å la en annen enn tegneren overta innskuddsforpliktelsen, og dermed aksjene. Det er imidlertid oppstilt et krav om at visse prosedyrer skal være fulgt. Bl.a. at tegneren innen etter det opprinnelige

²³ Tilsvarende gjelder for aksjeselskaper

forfallstidspunktet i rekommandert brev skal oppfordres til å betale innen syv dager. Først etter denne fristen kan selskapet la andre tegne de aktuelle aksjene.

Sett i forhold til tvangssalgsprosedyren som følger av vphl. § 11-5, er prosedyrene etter asal. § 10-12 (4), jfr. § 2-13 (3) langt mer tungvinte.

I tilfeller der selskapet bruker et verdipapirforetak som tilrettelegger vil vphl's regler komme til anvendelse, jfr. § 1-2. Imidlertid vil som utgangspunkt ikke foretaket ha oppgjørsansvar tilsvarende vanlig aksjehandel for formidling av tegninger med mindre det avgis særskilt betalingsgaranti overfor utsteder, jfr. Bechmann mfl. s. 751.

Når emittenten bruker et verdipapirforetak som tilrettelegger, kan de stille flere former for garantier for emisjonen. De kan stille en fulltegningsgaranti, dvs. at foretaket tegner seg hvis emisjonen ikke blir fulltegnet. Videre kan de stille en betalingsgaranti, m.a.o. at foretaket garanterer for innbetaling. Verdipapirforetaket kan også "kjøpe" hele emisjonen i forkant, dvs. at de tegner og betaler, for så å selge den igjen til "tegnere". Ved denne typen vil det rettslig sett foregå annenhåndshandel av aksjene i transaksjonen mellom foretaket og kundene.

Enkelte ganger i forkant av en emisjon gjennomfører verdipapirforetaket en såkalt book buildingsprosess. Foretaket gjør ved dette en forundersøkelse for å klarlegge markedets etterspørsel. Selv om investorer melder sin interesse under en slik prosess, skaper det som utgangspunkt ikke en forpliktelse, men det vil avhenge av hvor i emisjonsprosessen dette foregår. Foretaket kan også innhente "ugjenkallelige" fullmakter eller inngå avtale med investorer til å tegne seg på et senere tidspunkt, forhåndstegning. Dette medfører heller ikke som utgangspunkt noen forpliktende tegning fra tegnerens side, og han blir ikke aksjonær dersom han senere unnlater å tegne seg i protokollen eller trekker tilbake fullmakten. Det kan imidlertid medføre erstatningsrettslige konsekvenser, jfr. Bergo 2 s. 207.

En særlig type forhåndsavtale er fulltegningsgaranti. Bergo 2, s 208, antar at det gjelder et unntak fra forbudet mot forhåndstegning ved slike garantier, og at de som garanterer kan tildeles aksjer som ikke tegnes i emisjonen uten ytterligere tegning.

Emisjoner der tilretteleggeren – verdipapirforetaket – ikke stiller noen form for garantier, og ikke kjøper opp emisjonen er aksjehandel i førstehåndsmarkedet, se pkt. 3.5. Foretaket har ikke oppgjørsansvaret, og det er klart at vphl. § 11-5 ikke kan få anvendelse. Mislighold fra tegnere medfører at prosedyrene i asal. § 10-12 (4), jfr. 2-13 (3) må følges. avtl

Har derimot foretaket stilt garanti, enten fulltegnings- eller betalingsgaranti, vil de til en viss grad ha oppgjørsansvar overfor selskapet. Det er imidlertid usikkert om vphl. § 11-5 kan komme til anvendelse. Aksjene er ikke ”kjøpt for” tegneren av foretaket. Å tolke bestemmelsen i vphl. § 11-5 så utvidende at den favner om betalingsmislighold i slike situasjoner er antakelig ikke holdbart. Tegnerne forholder seg til selskapet, og får aksjene derfra, dvs. førstehåndsmarkedet. Dersom tegneren ikke betaler rettidig, må derfor bestemmelsene i asal. anvendes. Med forbehold om konkrete teknikker overføres aksjene normalt til tegnerne. Dersom verdipapirforetaket har betalt for tegnerens aksjer, må foretaket antakelig inndrive betalingskravet gjennom ordinær gjeldsinndrivelse mot tegneren.

Har imidlertid verdipapirforetaket kjøpt opp hele emisjonen, for deretter å selge den til ”tegnere”, er det annenhåndshandel. Aksjene er ”kjøpt for” kundene. Det er ingenting som skulle tilsi at vphl. § 11-5 ikke får anvendelse i slike situasjoner. Har det for eksempel skjedd en book buildings prosess i forbindelse med denne typen tilrettelegging, kan antakelig kundens ”forhåndstegning” likestilles med en kjøpsordre, og foretaket er tilstrekkelig sikret etter vphl. § 11-5.

Proessen med tvangssalg overfor misligholdende tegnere blir vesentlig enklere ved vphl. § 11-5 enn dersom asal. § 10-12 (4), jfr. § 2-13 (3) må anvendes. Det vil også gå raskere å få tvangssolgt aksjene, noe som i enkelte tilfeller kan være meget viktig, bl.a. på grunn av kursrisiko.

De ovennevnte problemstillingene synes ikke drøftet verken i teorien eller forarbeidene.

7. Rettspolitiske drøftelser

Det første spørsmålet som vil være naturlig å stille seg er hvorvidt vphl. § 11-5 har blitt klar nok, om den er bedre enn vphl. 1985 § 45. De nødvendige endringene synes vel behandlet i

forarbeidene, og som det fremgår av oppgaven har antakelig vphl. § 11-5 fått klarlagt det som tidligere var omtvistet.

Videre kan det stilles spørsmål om vphl. § 11-5 favoriserer en av partene, foretaket eller kunden, på en urimelig måte, herunder for eksempel om retten til å gjennomføre dekningsalg enten er for vid eller snever. Antakelig må man, selv om det ikke er nevnt i forarbeidene, forutsette at NFMF forslag til forretningsvilkår vil bli brukt i tilnærmet alle verdipapirhandler. Vilkårene kan sies å gi en bedret sikkerhet for foretakene, som antakeligvis er nødvendige i mange situasjoner. Det kan lett tenkes at foretakene ville blitt urimelig belastet dersom vilkårene til NFMF ikke ble brukt. Beskyttelsen som kundene har gjennom vphl. § 11-5 blir ikke urimelig redusert som følge av vilkårene. Det skal fremdeles mye til før for eksempel foretaket kan tvangsselge verdipapirer etter vphl. § 11-5.

I alle tilfeller er det nødvendig å ha i tankene at verdipapirhandel er absolutt økonomisk motivert. Å tillegge en kunde beskyttelse nær opp til en forbruker synes urimelig, jfr. Etisk Råds avgjørelse nr. 2001/03: *”Rådet finner innledningsvis å bemerke at det klare utgangspunkt ved kjøp og salg av verdipapirer er at kunden selv har risikoen for sine investeringer, og for eventuell tap og gevinst.”*

8. Litteraturliste

HENVIST:

Bechmann mfl. Trøbråten,	=	Bechmann, Bergo, Bjørnsen, Sæhle og Tøgaard Verdipapirhandelloven. Kommentartutgave, Oslo 2002
Bergem	=	John Egil Bergem, Norsk Lovkommentar kommentarer til kjøpsloven, elektronisk utgave nr. 3 2004
Bergo	=	Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett, Oslo 1998
Bergo 2	=	Knut Bergo, Børs- og verdipapirrett, 2. utgave, Oslo 2004
Bergo 3	=	Knut Bergo, Oppgjør og rettsvern i verdipapirsentralen, NORAS stensilserie nr. 24 1991
Brækhus	=	Sjur Brækhus, Tilbakeholdsretten, Jussens Venner 1979 s. 181-
Brækhus 2	=	Sjur Brækhus, Meglerens rettslige stilling, Oslo 1946
Christiansen/Bjørland	=	Per Christiansen og Jan Bjørland, Verdipapirhandelloven Kommentartutgave, Oslo 1990
Hagstrøm	=	Viggo Hagstrøm, Obligasjonsrett, Oslo 2002
Krüger	=	Kai Krüger, Norsk Lovkommentar kommentarer til kredittkjøpsloven, elektronisk utgave nr. 3 2004
Torvund	=	Olav Torvund, Norsk Lovkommentar kommentarer til Verdipapirregisterloven, elektronisk utgave nr. 3 2004

ANNEN:

Mads Henry Andenæs, Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper, Oslo 1998

Finn Øystein Bergh mfl., Aksjeskolen, Lysaker 2000

Jo Hov, Avtaleslutning og ugyldighet, Oslo 1998

Jo Hov, Avtalebrudd og partsskifte, Oslo 1998

Informasjonshefter fra Oslo Børs: Aksjer for alle, Alt du trenger å vite om opsjoner, forwards
og futures, Facts and Figures 2004 og Obligasjoner

Norges Fondsmeglerforbund sine internettsider: www.nfmf.no

NOS sine hjemmesider: www.nos.no

Carsten Smith, Om ansvar som emisjonsleder og garantist ved aksjeemisjon, Lov, dom og bok: festskrift til Sjur Brækhus, s. 501

Olav Torvund, Betalingsformidling i et rettslig perspektiv, Oslo 1993

Verdipapirsentralen ASA sine internettsider: www.vps.no

Magnus Aarbakke, Aksjetegning. Ugyldighet, mislighold og ansvar. TfR nr. 3 1989